

UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI VERONA

DIPARTIMENTO DI
ECONOMIA AZIENDALE

SCUOLA DI DOTTORATO DI
ECONOMIA

DOTTORATO DI RICERCA IN
ECONOMIA E DIREZIONE AZIENDALE

CICLO XXIV°

TITOLO DELLA TESI DI DOTTORATO

**IL RUOLO DEI FONDI SOVRANI NEI MERCATI FINANZIARI: CARATTERISTICHE
GESTIONALI, IMPLICAZIONI OPERATIVE E PROBLEMATICHE REGOLAMENTARI**

S.S.D.: SECS P/11

Coordinatore: Prof. ALESSANDRO LAI

Tutor: Prof. FLAVIO PICHLER

Dottorando: Dott. ANDREA PALTRINIERI

INDICE

INTRODUZIONE	pag. 3
---------------------	--------

CAPITOLO PRIMO

I FONDI SOVRANI: ORIGINE E CARATTERISTICHE

1.1 La globalizzazione: flussi finanziari e accumulazione di riserve	pag. 7
1.2 Modalità di gestione delle risorse finanziarie statali: dalle Banche Centrali ai Fondi Sovrani	pag. 15
1.3 I Fondi Sovrani: analisi critica delle definizioni	pag. 28
1.4 Origini e tratti evolutivi dei Fondi Sovrani	pag. 41
1.5 I Fondi Sovrani nell'ambito dell' <i>asset under management industry</i>	pag. 46
1.6 Distribuzione geografica dei Fondi Sovrani e prospettive di crescita	pag. 53

CAPITOLO SECONDO

I FONDI SOVRANI: ASPETTI GESTIONALI E ASSET ALLOCATION

2.1 Aspetti gestionali dei Fondi Sovrani	pag. 64
2.2 L' <i>asset allocation</i> dei Fondi Sovrani	pag. 71
2.2.1 <i>Considerazioni introduttive</i>	pag. 71
2.2.2 <i>Research questions</i>	pag. 73
2.2.3 <i>Review della letteratura</i>	pag. 84
2.2.4 <i>L'asset allocation dei Fondi Sovrani: "political bias?"</i>	pag. 92
2.2.5 <i>L'asset allocation dei Fondi Sovrani: una verifica empirica</i>	pag. 97
2.2.5.1 <i>Premessa: indicazioni di carattere metodologico</i>	pag. 97
2.2.5.2 <i>Il benchmark</i>	pag. 99
2.2.5.3 <i>L'asset allocation strategica dei Fondi Sovrani</i>	pag. 105
2.2.5.4 <i>L'asset allocation geografica dei Fondi Sovrani</i>	pag. 113
2.2.5.5 <i>Il comportamento dei SWFs durante la crisi finanziaria</i>	pag. 117
2.2.5.6 <i>Considerazioni conclusive</i>	pag. 129

2.3 L'impatto dei SWFs nella <i>corporate governance</i> della partecipata	pag. 132
2.4 L'impatto dei SWFs nei mercati finanziari internazionali (cenni)	pag. 143

CAPITOLO TERZO

PROFILI REGOLAMENTARI DEI FONDI SOVRANI

3.1 Le problematiche dei Fondi Sovrani	pag. 149
3.2 Gli indicatori di trasparenza dei Fondi Sovrani	pag. 155
3.3 L'attuale regolamentazione dei Fondi Sovrani	pag. 168
3.4 Le diverse proposte regolamentari	pag. 179

CAPITOLO QUARTO

IL CASO *KOREA INVESTMENT CORPORATION*

4.1 Premessa	pag. 186
4.2 L'economia della Corea del Sud: tratti essenziali	pag. 187
4.3 Il KIC: istituzione, evoluzione e meccanismi gestionali	pag. 192
4.4 La politica di investimento del KIC: <i>asset allocation</i> e <i>stock picking</i>	pag. 198

CONCLUSIONE	pag. 211
--------------------	----------

<i>Bibliografia</i>	pag. 215
----------------------------	----------

<i>Sitografia</i>	pag. 227
--------------------------	----------

Introduzione

La crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*, ha – tra gli altri aspetti – definitivamente consacrato il ruolo di assoluto rilievo che è stato progressivamente assunto nei mercati finanziari internazionali da una particolare categoria di investitori istituzionali: i *Sovereign Wealth Funds* (SWFs) o Fondi Sovrani. Si tratta di veicoli di investimento di natura pubblica che hanno un'origine relativamente recente, in quanto l'istituzione dei primi SWFs risale agli anni '50 del secolo scorso e che nel 2010 hanno raggiunto un valore degli *assets under management* complessivo pari a 3.800 miliardi di \$, ben oltre quanto gestito dai fondi di *Private Equity* e oltre il doppio rispetto agli *Hedge Funds*. Inoltre, al di là degli aspetti dimensionali, questi investitori istituzionali hanno svolto negli ultimi anni un ruolo importante attraverso i ripetuti interventi di ricapitalizzazione operati nei confronti dei principali sistemi bancari colpiti dalla crisi.

Tali soggetti hanno quindi iniziato a destare particolare interesse nella comunità scientifica che ha cercato di indagarne le caratteristiche gestionali, le funzioni svolte e le relative implicazioni e per i *policy makers* che cercano progressivamente di regolamentarne l'attività. L'attività di ricerca, che è tutt'ora in fase embrionale, soffre, peraltro, di notevoli limiti dovuti al basso livello di trasparenza che caratterizza l'operatività di tali veicoli di investimento.

Nonostante le citate limitazioni è obiettivo del presente lavoro cercare di indagare questo particolare fenomeno al fine di comprenderne le dinamiche gestionali, spiegarne le specificità e coglierne le principali implicazioni a livello operativo. La prospettiva privilegiata nella presente analisi è di tipo finanziario e si colloca tipicamente nell'alveo degli studi di Economia degli Intermediari Finanziari. Più in dettaglio, nel presente lavoro si cercherà di rispondere al seguente quesito, e cioè se i Fondi Sovrani, ancorché siano veicoli di investimento pubblici caratterizzati da specifici macro-obiettivi di ordine istituzionale, agiscano nella gestione dei loro *assets* in modo analogo agli investitori istituzionali di natura privata quali i fondi comuni di investimento, i fondi pensione e gli *Hedge Funds*, ossia in modo da ottimizzare la relazione rischio/rendimento, oppure se invece perseguano anche finalità di natura non finanziaria, per esempio, tipicamente, di ordine politico, che possano distoglierli dal perseguimento di una gestione finanziaria ottimale del proprio patrimonio, giustificando in tal modo anche le continue ed insistenti richieste di una più incisiva regolamentazione che da più parti vengono sollevate.

Lo studio si articolerà nel seguente modo.

Nella prima parte del lavoro si analizzeranno le origini dei SWFs e le motivazioni del loro recente sviluppo riconducibili, in parte, ad alcune implicazioni della globalizzazione finanziaria che ha caratterizzato le principali economie più avanzate. A tale riguardo, alcuni Paesi, in particolare quelli

del Sud-Est Asiatico, per evitare il ripetersi delle conseguenze di crisi finanziarie simili a quella manifestatasi alla fine degli anni '90, hanno condotto una politica volta all'accumulo di ingenti riserve in valuta, grazie al costante afflusso di capitali stranieri e alla strategia di tipo *expert led* condotta in presenza di tassi di cambio fissi. Nel corso del tempo, parte di tali riserve sono state trasferite a veicoli di investimento *ad hoc*, dando quindi origine ai Fondi Sovrani di tipo *non-commodity*. In modo analogo, altri Paesi, dotati di risorse naturali, hanno potuto accumulare ampie riserve in valuta grazie al costante rialzo dei prezzi di materie prime quali il petrolio e il rame; riserve valutarie progressivamente fatte confluire nei SWFs di tipo *commodity*.

Si cercherà, altresì, di pervenire alla definizione di Fondo Sovrano – tra le molteplici fornite in letteratura – ritenuta più adeguata e coerente con le finalità della presente ricerca. In particolare, la definizione di SWF accolta in questo lavoro consentirà di enucleare, tra i molteplici soggetti che in un'accezione allargata vengono ricompresi all'interno degli stessi, un sottoinsieme composto da 56 SWFs che diventerà la base di riferimento per l'analisi empirica sviluppata, finalizzata a rispondere alla *research question* precedentemente formulata.

Dopo aver presentato una *review* della letteratura – il più completa possibile – sui principali aspetti della tematica oggetto di ricerca, si procederà alla verifica empirica dell'*asset allocation* strategica, geografica e settoriale dei SWFs selezionati, con l'obiettivo di sottoporre a verifica l'ipotesi di ricerca e cioè che, pur essendo chiaro che lo scopo ultimo dei SWFs sia il perseguimento di obiettivi macro-istituzionali differenziati a seconda della differenti tipologie di Fondo, tutti perseguano indistintamente una gestione finanziaria dei propri *assets* tesa all'ottimizzazione della relazione rischio/rendimento in modo assolutamente comparabile con gli “altri” investitori istituzionali. L'orizzonte temporale di riferimento abbraccia il periodo compreso tra il 2007 e il 2010; tale scelta è dettata, da un lato, dal fatto che a partire dal 2007 le informazioni disponibili sull'attività dei Fondi risultano meno frammentate e, dall'altro, dal fatto che l'arco temporale prescelto consente di tenere in debito conto la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime* che si ritiene sia funzionale alla verifica delle effettive logiche che presiedono alle scelte di *asset allocation* dei SWFs.

Sotto il profilo metodologico, la verifica empirica verrà svolta in diverse fasi: *in primis*, si procederà all'analisi degli eventuali *benchmarks* al fine di individuare le caratteristiche che si ritiene debbano guidare la composizione di portafoglio dei Fondi. Successivamente, verrà indagata l'*asset allocation* strategica dei SWFs, al fine di verificare l'effettiva ripartizione degli *assets under management* nelle quattro tradizionali *asset class*, ovvero *cash*, *bond*, *equity* e *alternatives*. Infine, verrà verificata la presenza di eventuali forme di *home bias* e, soprattutto, centrale ai fini della presente ricerca, di *political bias*.

La terza parte del lavoro sarà incentrata sull'analisi delle problematiche e delle implicazioni di natura regolamentare che sorgono in relazione allo sviluppo dei SWFs. Tali Fondi presentano alcune problematiche che potrebbero generare reazioni di natura protezionistiche da parte dei Paesi *recipient* degli investimenti effettuati e, conseguentemente, mettere in discussione alcuni dei principi cardine stabiliti dall'OECD, quali la libera circolazione dei capitali e l'apertura dei mercati nazionali agli investimenti esteri.

I principali aspetti critici che verranno trattati in questa parte riguardano la natura pubblica di tali veicoli di investimento, l'impatto sui mercati finanziari del loro operare e l'assenza di una sufficiente *disclosure*. La natura pubblica dei SWFs potrebbe comportare un rallentamento o un'inversione di tendenza nel processo di privatizzazione intrapreso dalle principali economie mondiali e forse – se verranno confutate le ipotesi formulate in questa sede – una riduzione dell'efficienza nella gestione delle risorse finanziarie degli Stati.

Particolarmente critica sembra, peraltro, la possibilità che i Fondi sovrani possano effettuare investimenti con l'obiettivo di acquisire partecipazioni in settori strategici dell'economia dei Paesi *host/recipient* o di acquisire il *know how* tecnologico delle imprese “scalate”. Quanto appena osservato, associato al progressivo aumento degli *assets under management* ed alla trasparenza estremamente ridotta che caratterizza i SWFs, lascia intuire la cruciale importanza rivestita dalle problematiche di ordine regolamentare che accompagnano tali veicoli di investimento statali. A tal fine, si procederà con l'analisi dell'attuale disciplina dei SWFs attraverso la disamina delle disposizioni riguardanti gli *home States* a livello multilaterale, coordinate dal FMI, di quelle riguardanti gli *host States*, sempre a livello multilaterale, coordinate invece dall'OECD e di quelle promosse dagli Stati *recipient* a livello unilaterale. Particolare risalto, nell'ambito delle disposizioni riguardanti gli *home states*, verrà dato ai *Generally Accepted Principles and Practices for Sovereign Wealth Funds* (GAPP), noti anche come “Principi di Santiago”, che rappresentano l'attuale frontiera della regolamentazione: si tratta di un codice di condotta al quale i Fondi Sorani dovranno adeguarsi nel momento in cui intendano aderirvi su base volontaria. Per quanto riguarda i Paesi *recipient*, verranno analizzati i principi generali statuiti dall'OECD, relativi alla non-discriminazione, alla trasparenza, alla progressiva liberalizzazione dei flussi di capitali e alla stabilità per passare successivamente alle disposizioni stabilite dai singoli Stati, volte principalmente a limitare le problematiche inerenti la sicurezza nazionale e a “controllare” le partecipazioni rilevanti da parte dei veicoli di investimento pubblici stranieri in imprese operanti in settori dei paesi ospitanti ritenuti strategici. L'attuale dibattito in merito alla regolamentazione dei SWFs si snoda evidentemente tra coloro che ritengono la presente disciplina sufficiente o addirittura eccessiva e coloro che richiedono un maggiore rigore nella regolamentazione degli stessi.

Chiude il lavoro di ricerca l'analisi di un caso di studio, il *Korea Investment Corporation*, al fine di completare e integrare l'analisi teorica e la verifica empirica sviluppate in precedenza. La scelta è ricaduta sul Fondo Sovrano della Corea del Sud, in quanto non è ancora stato oggetto di analisi in letteratura, che si è invece – con maggior grado di *disclosure* – soffermata principalmente sull'analisi di fondi istituiti nell'area OECD. Si ritiene che il *Korea Investment Corporation*, costituito nel 2005, rivesta un ruolo di particolare interesse sotto diversi aspetti. Innanzitutto, sotto il profilo macro-economico la Corea del Sud – Paese “proprietario” del KIC – è uno dei Paesi il cui modello di sviluppo è ritenuto di esempio per altri Paesi dell'area asiatica, come risulta da un'indagine riportata dall'*Economist*. Sotto il profilo gestionale, il KIC si caratterizza per alcune interessanti specificità: la gestione, in particolare nei primi anni della sua nascita, di una rilevante quota degli *assets under management* da parte di *managers* esterni e la progressiva evoluzione dell'*asset allocation* strategica da prevalentemente conservativa ad una maggiormente aggressiva in coerenza con il macro-obiettivo istituzionale che caratterizza tale fondo, ovvero la gestione delle riserve eccedenti in valuta con il fine di massimizzare il binomio rischio/rendimento. Inoltre, il Fondo Sovrano coreano è stato uno dei primi ad includere *alternatives* all'interno del proprio portafoglio, in modo tale da sfruttare i benefici dell'*illiquidity premium* e a ridurre la componente obbligazionaria per incrementare il peso di quella azionaria, in coerenza con l'*equity premium* intrinseco alle azioni.

Il lavoro si concluderà con la formulazione delle principali considerazioni di sintesi che emergono dall'analisi e, in particolare, si cercherà di rispondere alla *research question* formulata, ovvero se i SWFs siano “speciali” o “particolari” oppure se siano assibilabili, in termini di gestione delle risorse finanziarie, agli altri soggetti operanti nel settore del risparmio gestito. Infine, si tratteranno alcune possibili linee di ricerca future di particolare interesse sia a livello accademico sia per i *policy makers*.

Capitolo 1

I fondi sovrani: origine e caratteristiche

1.1. La globalizzazione: flussi finanziari e accumulazione di riserve

Nel corso degli ultimi anni il processo di integrazione finanziaria internazionale ha subito una forte accelerazione. Al di là dei benefici in termini di crescita di mercati finanziari e sistemi bancari anche di economie emergenti, tale processo ha, tra l'altro, generato alcuni squilibri a livello globale che sono all'origine dello sviluppo di particolari veicoli di investimento governativi, noti come fondi sovrani (*Sovereign Wealth Funds*, SWFs d'ora in poi).

La globalizzazione¹, ovvero la progressiva interazione delle economie e delle società a livello globale, ha consentito da un lato una convergenza economica e culturale tra diversi Paesi, e dall'altro l'ingresso di nuovi partecipanti nei mercati internazionali. In particolare lo sviluppo tecnologico, che ha diminuito i costi di comunicazione, la riduzione dei costi di trasporto, che ha migliorato lo scambio di beni e servizi in ottica transfrontaliera e la rimozione delle barriere internazionali, hanno favorito la circolazione dei flussi di capitale in ottica transnazionale.

Facendo particolare riferimento alla globalizzazione finanziaria, vi è da notare come dagli inizi degli anni '70 essa abbia interessato in modo particolare i Paesi membri dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE)², mentre dagli anni '80 abbia coinvolto anche le economie dei Paesi emergenti³.

¹ La letteratura in materia ha fornito differenti definizioni di globalizzazione, date le diverse manifestazioni che può assumere a seconda della prospettiva indagata. Mentre Keohane e Nye nel 2001 la definiscono come “*a state of the world involving networks of interdependence at multicontinental distances*”, sottolineando come le interazioni possano riguardare beni, servizi, idee, informazioni e persone, Das nel 2006 si sofferma in particolare sulla globalizzazione finanziaria definita come “*integration of domestic financial system of a country with the global financial markets and institutions*”, mentre la Banca Centrale Europea nel 2008 evidenzia come il processo di globalizzazione si identifichi con “*l'ingresso di nuovi partecipanti nei mercati mondiali e la crescente interdipendenza economica e finanziaria tra i partecipanti esistenti*”. Cfr KEOHANE R.O., NYE J.S., *Governance in a Globalizing World*, Washington DC, Brookings Institution Press, 2001, pp 1 e ss; BANCA CENTRALE EUROPEA, “Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro”, in *Bollettino Mensile*, gennaio, 2008, pp. 79 e ss; DAS D.K., “Globalization in the World of Finance: an Analytical History”, in *Global Economy Journal*, n.1, 2006, p.6.

² Secondo Mundell (2000) l'attuale fase di globalizzazione finanziaria ha avuto origine successivamente alla crisi petrolifera del 1973 e al concomitante fallimento del sistema di Bretton Woods. Alcuni Paesi emergenti iniziarono a liberalizzare i movimenti di capitale, eliminando le barriere che ostacolavano la circolazione dei flussi finanziari e mantenendo un autonomo controllo sulla politica monetaria. Ciò avrebbe consentito alle economie emergenti di attrarre investimenti diretti esteri ed investimenti azionari, in particolar modo nei primi anni '90. Cfr MUNDELL R., “A Reconsideration of the Twentieth Century”, in *American Economy Review*, n.3, 2000, pp 327 e ss.

³ In questo lavoro i termini Paesi emergenti e Paesi in via di sviluppo sono considerati come sinonimi e rappresentano quell'insieme di Paesi caratterizzati da una forte espansione economica, sostenuti programmi di sviluppo della propria struttura produttiva e crescente reddito nazionale pro-capite. Fanno parte di questa categoria Paesi appartenenti a diverse aree geografiche: America Latina, MENA (*Middle-East, North-Africa*), Estremo Oriente (ad esclusione del Giappone), Est-Europa. Tra questi Paesi viene inclusa anche la Cina nonostante ormai rappresenti la seconda economia mondiale in termini di PIL.

La letteratura in materia ha proposto differenti indicatori⁴ per misurare il grado di globalizzazione finanziaria nel corso del tempo, tra cui vale la pena di sottolineare gli afflussi di capitali stranieri, sotto forma di investimenti diretti esteri e di portafoglio⁵, e il saldo delle partite correnti, in valore assoluto o rispetto al PIL del Paese.

Concentrando l'analisi sui Paesi emergenti, dato il loro ruolo sempre più importante nel processo di integrazione finanziaria globale, possiamo individuare tre fasi di rapida ascesa dei flussi di capitale esteri:

- gli investimenti diretti esteri (IDE) nello specifico sono passati da un valore di \$20 miliardi nella metà degli anni '70, ad un valore di circa \$300 miliardi nel 1997, prima dell'esplosione della crisi finanziaria asiatica, mentre gli investimenti di portafoglio in azioni e obbligazioni dai \$100 milioni del 1970 hanno raggiunto il picco di \$103 miliardi nel 1996⁶.
- Dopo la crisi finanziaria asiatica, in cui si è assistito ad un deflusso di capitali dalle economie emergenti verso le economie sviluppate (in calo fino a \$140 miliardi), soprattutto con riferimento ai flussi di debito⁷, i flussi di capitale verso le economie emergenti hanno raggiunto un picco \$1600 miliardi nel 2007 (grafico 1).
- Il periodo 2008-2010, segnato dalla manifestazione della crisi finanziaria dei *subprime*, è caratterizzato da un afflusso di capitale sotto forma di IDE che si è mantenuto relativamente costante a livelli elevati, mentre gli afflussi di capitale sotto forma di investimenti in titoli azionari e di debito si sono ripresi solo dopo la metà del 2009. Nel grafico 2 vengono riportati i flussi di capitale verso le economie emergenti asiatiche, ma lo stesso

⁴ Mentre Obstfeld e Taylor nel 1998 hanno utilizzato come *proxy* per spiegare il grado di globalizzazione finanziaria il peso del saldo di partite correnti sul PIL nazionale, Taylor nel 1998 ha utilizzato la relazione tra risparmio e investimenti domestici. Cfr OBSTFELD M., TAYLOR A.M., *The Great Depression as a Watershed: International Capital Mobility Over the Long Run* in BORDO M.D., GOLDIN C., WHITE N.(a cura di), *The Defining Moment: The Great Depression and The American Economy in the Twentieth Century*, Chicago, University of Chicago, 1998, pp 353 e ss; TAYLOR A.M., "International Capital Mobility in History: The Saving-Investment Relationship", *Journal of Development Economics*, n.1, 1998, pp 47 e ss.

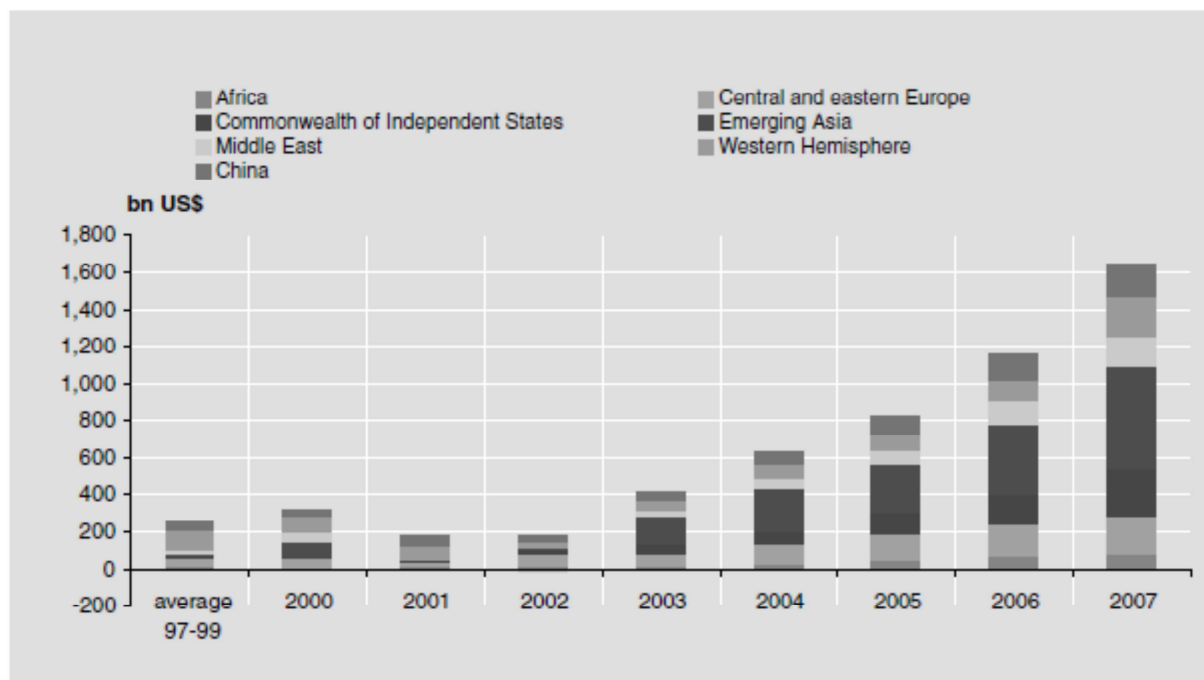
⁵ Graham e Krugman nel 1993 hanno evidenziato come gli investimenti diretti esteri (IDE) siano di tipo strategico, in quanto l'investitore cerca di conseguire il controllo e la gestione dell'attività in cui ha investito; differenti sono gli investimenti di portafoglio, tipicamente finanziari, tramite i quali l'acquirente cerca di ottenere solamente un rendimento dall'attività in cui ha investito. Caves nel 1996 ha però sottolineato come anche gli IDE abbiano come obiettivo secondario l'obiettivo di ottenere rendimenti all'interno dei mercati finanziari, rendendo la distinzione meno marcata. Secondo Farrel (1997), gli IDE si caratterizzano per una sottostante motivazione strategica, mentre gli investimenti di portafoglio si basano su una motivazione puramente finanziaria. Cfr GRAHAM E.M., KRUGMAN P.R., *The surge of foreign direct investment in the 1980's*, in FROOT K.A. (a cura di), *Foreign Direct Investment*, Chicago, The University Of Chicago Press, 1993, pp 13 e ss; CAVES E.R., *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge, Cambridge University, 1996, p 34; FARREL S.R., *The political Economy of Japanese Foreign Direct Investment in Real Estate 1985-1994*, Camberra, Australian National University, 1997, p 26.

⁶ Cfr SCHMUCKLER S.L., ZOIDO-LOBATON P., *Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries*, Washington DC, The World Bank, 2001.

⁷ Cfr CHIARLONE S., FERRI G., *Squilibri globali e accumulazione di riserve*, in *Osservatorio Monetario*, n.3, Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, 2008, p 8.

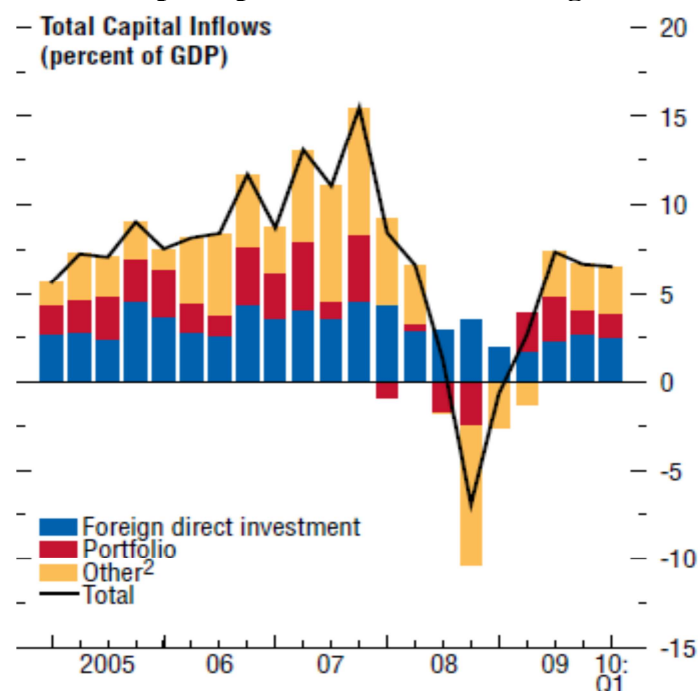
comportamento si ravvisa nelle economie emergenti appartenenti all’America Latina e alla regione MENA (*Middle East-North Africa*).

Grafico 1
Flussi finanziari privati 1997-2007



Fonte: Alberola E., Serena J.M., “Reserves, SWFs and the Resilience of Global Imbalances”, *Economic Notes*, n.3, 2008, p 317.

Grafico 2
Afflussi di capitali privati nei mercati emergenti asiatici



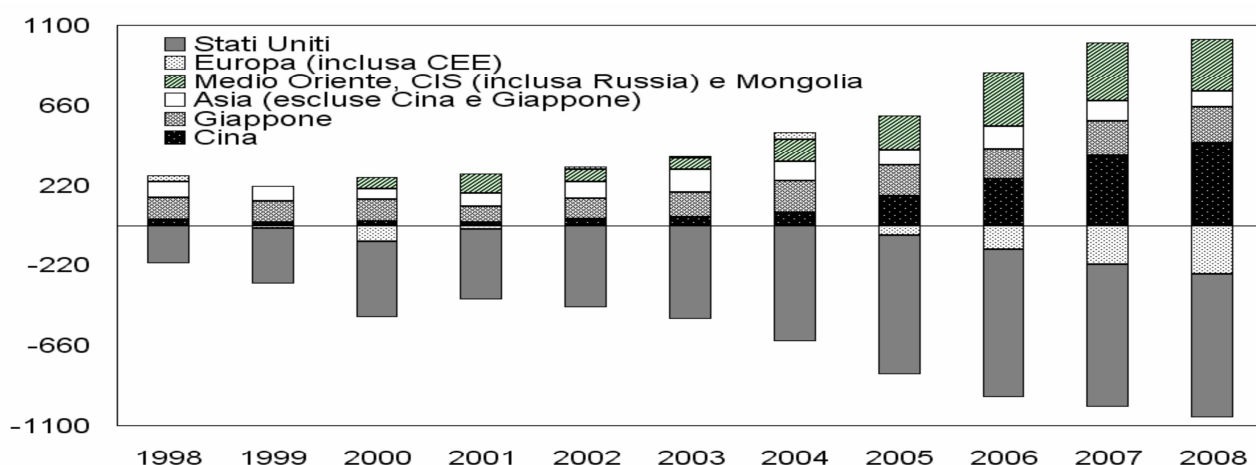
2. Con *Other* si intendono tutti gli altri investimenti inclusi i *financial derivatives*.

Fonte: International Monetary Fund (IMF), *World Economic Outlook*, ottobre 2010 p 67.

In un'analisi a livello globale del saldo delle partite correnti è opportuno effettuare due ordini di considerazioni: *in primis*, dal punto di vista quantitativo, a partire dalla fine degli anni '90, gli squilibri di parte corrente hanno continuato ad ampliarsi, superando in valore assoluto i \$1000 miliardi nel 2008, rispetto ai circa 200 miliardi di dollari nel 1998 (grafico 3), e il *trend* è in continuo aumento.

Grafico 3

Squilibri di parte corrente in miliardi di dollari



Fonte: rielaborazione dati IMF *Osservatorio Monetario*, n.3, 2008, cit., p 7

Dal punto di vista qualitativo è interessante notare come dagli anni 2000 il comportamento di gran parte delle economie emergenti si sia modificato: da un saldo di partite correnti in disavanzo, finanziato soprattutto da afflussi di capitali privati, tali economie hanno attuato particolari strategie al fine di conseguire avanzi di partite correnti, riducendo il loro indebitamento verso l'estero, e diventando pertanto esportatrici nette di capitali.

Se si considera il rapporto tra avanzo corrente e PIL complessivo dopo il 2005, si può notare come questo indicatore abbia raggiunto un picco nel 2006 (superiore al 5%), per poi retrocedere fino a circa il 2,5% nel 2009⁸; le proiezioni effettuate dalla Banca dei Regolamenti Internazionali e dall'IMF prevedono peraltro un ulteriore aumento nel periodo 2010-2011.

Due aree meritano particolare attenzione per la successiva analisi del fenomeno SWFs: le economie asiatiche nel complesso, il cui saldo cumulato di parte corrente nel periodo 1990-93 è stato positivo per \$6 miliardi, nel periodo 1995-96 negativo per \$64 miliardi, nel periodo 2000-2005 positivo per

⁸ Due importanti eccezioni sono rappresentate dall'India e dall'America Latina: l'India ha da sempre avuto un disavanzo di parte corrente rispetto al PIL, finanziato dagli afflussi di capitali stranieri, che ha raggiunto il -2,9% nel 2009 e si presume stabile per i prossimi anni; situazione analoga, ancorchè più limitata, si registra nell'area dell'America Latina in cui il rapporto saldo partite correnti/PIL è pari a -0,3% nel 2009 e dovrebbe estendersi nel triennio successivo. Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World Economic Outlook*, ottobre 2010 pp 83 e 99.

\$899 miliardi⁹; e il Medio Oriente il cui saldo cumulato nei medesimi periodi passa da un valore negativo di \$90miliardi, ad un valore positivo \$6 miliardi, fino a raggiungere \$383 miliardi nel 2005 (nella tabella 1 è esposto il rapporto partite correnti/PIL di una selezione di Paesi).

Tabella 1

Rapporto partite correnti/PIL di una selezione di Paesi (2009-2011)

Paese	Partite correnti/PIL in %		
	2009	Proiezioni	
		2010	2011
Cina	6,0	4,7	5,1
India	-2,9	-3,1	-3,1
Corea	3,9	2,8	2,1
Tailandia	7,7	3,6	2,5
Hong Kong	8,7	8,3	8,3
Taiwan	11,3	10	9,5
Brasile	-1,5	-2,6	-3,0
Venezuela	2,6	7,8	8,2
Arabia Saudita	6,1	6,7	6,2
Emirati Arabi Uniti	4,0	5,4	5,6
Iran	3,6	4,2	4,5
Algeria	0,3	3,4	3,6
Kuwait	29,1	30,1	30,3
Qatar	14,3	15,6	23,0

Fonte: rielaborazione di International Monetary Fund (IMF), *World Economic Outlook*, ottobre 2010, capitolo 2.

Dall'analisi congiunta dei flussi di capitale stranieri verso le economie emergenti e dell'avanzo delle partite correnti si possono effettuare alcune interessanti considerazioni.

La globalizzazione finanziaria apporta significativi benefici, dato che i capitali stranieri stimolano lo sviluppo delle infrastrutture locali, del settore finanziario, in particolare dei mercati, e spesso costituiscono un volano per la crescita nel medio-lungo termine, ma può anche comportare crisi finanziarie di rilevante entità¹⁰. In passato infatti il flusso di capitali stranieri, sotto forma di investimenti di portafoglio, consentiva di finanziare il deficit di partite correnti nazionale e la prospettiva di un apprezzamento del tasso di cambio faceva confluire ulteriori capitali alla ricerca di rendimenti maggiormente elevati. In un regime di cambi fissi, adottato dalla maggior parte delle

⁹ Cfr BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT, *Accumulo di riserve valutarie nei mercati emergenti: implicazioni sul piano interno*, Rassegna Trimestrale, settembre 2006, p 45.

¹⁰ Cfr DAS D.K., "Globalization in the World of Finance: an Analytical History", cit, p 12: "Contagion-related spillovers from national, regional and global crises are the downside of financial globalization. Economic and financial crises of the 1990s portend to the fact that financial globalization is not a win-win game, and that it can potentially lead to serious disorder and high cost in terms of bank failures, corporate bankruptcies, stock market turbulence, depletion of foreign exchange reserve, currency depreciation and increased fiscal burden".

economie emergenti, l'accumulo di riserve in valuta¹¹ originate dall'afflusso di capitali ha comportato un crescente aumento della base monetaria, pressioni al ribasso sui tassi di interesse ed espansione del credito bancario a supporto di una fase di *boom* economico¹². A tal punto la presenza di un evento negativo può interrompere il circolo "virtuoso": un rallentamento della crescita nazionale, o una perdita della competitività di un Paese congiunta alla presenza di deficit di parte corrente verso l'estero (come nel caso della crisi Messicana del 1994-95), oppure la fragilità del sistema bancario connessa ad una bolla immobiliare (evento che ha causato la crisi asiatica del 1997)¹³. Così si verifica un repentino deflusso di capitali stranieri, soprattutto con riferimento ai flussi di debito, ma anche la fuoriuscita di capitali nazionali verso l'estero, alla ricerca di attività con un grado di rischio-rendimento inferiore (*fly to quality*)¹⁴. Se a questo si associa la debolezza del sistema bancario, che non riesce a supportare le imprese concedendo credito (*credit crunch*)¹⁵, gli effetti sulla crescita economica del Paese in termini di PIL sono devastanti (ad esempio durante la crisi asiatica si è verificata una contrazione del PIL pari al 15% in Indonesia, al 10% in Thailandia).

Dati gli episodi di crisi verificatisi dopo la metà degli anni '90, molti Paesi emergenti hanno cercato di modificare la loro politica monetaria in ottica di prevenzione e gestione di future crisi: oltre a profonde ristrutturazioni dei sistemi finanziari, la maggior parte dei Paesi in via di sviluppo ha cercato di accumulare riserve valutarie¹⁶.

La letteratura in materia¹⁷ sottolinea come ci siano due principali ragioni sottostanti all'accumulo di riserve in valuta da parte delle Banche Centrali, ovvero una motivazione di carattere precauzionale ed una connessa alla gestione del tassi di cambio: per ciò che riguarda la prima, la detenzione di un

¹¹ Le riserve in valuta sono una delle componenti della bilancia dei pagamenti e sono definite dall' IMF come attività controllate ed immediatamente a disposizione delle autorità monetarie per finanziare in modo diretto gli squilibri della bilancia dei pagamenti, per regolare in modo indiretto l'entità di tali squilibri tramite interventi sul mercato dei cambi, incidendo sui tassi di cambio, e/o per altri scopi. Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Balance of Payment Manual V*, 1993, p 97.

¹² Aizenman nel 2007 ritiene che alla base delle crisi finanziarie messicane ed asiatiche ci sia il noto "Trilemma", trattato ampiamente da Obstfeld et al. nel 2005, secondo cui stabilità dei tassi di cambio, indipendenza monetaria ed integrazione finanziaria non possono coesistere. Per maggiori approfondimenti cfr AIZENMAN J., *Large hoarding of international reserve and the emerging global economic architecture*, NBER, luglio 2007, p 1-2; OBSTFELD M., SHAMBAUGH J.C., TAYLOR A.M., "The Trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility", *The Review of Economics and Statistics*, n.3,2005, pp423-438.

¹³ Cfr CHIARLONE S., FERRI G., *Squilibri globali e accumulazione di riserve*, cit, p 4.

¹⁴ Le attività ricercate dagli investitori in caso di *fly to quality* sono tipicamente metalli preziosi come l'oro, valute come il dollaro o il franco svizzero e, in misura minore, i *treasury* americani.

¹⁵ Per *credit crunch* si intende una prolungata fase di restrizione del credito, che si verifica spesso al termine di una lunga fase di espansione economica, a causa di un repentino aumento dei tassi di interesse. Per un'ampia trattazione cfr DING W., ILKER D., GIOVANNI F., *Is there a credit crunch in East Asia?*, World Bank Working Paper, 1998.

¹⁶ La detenzione di un elevato ammontare di riserve in valuta era già stato adottato da Hong Kong durante la crisi finanziaria asiatica e aveva permesso di proteggere la città-stato dagli attacchi degli speculatori, garantendo una certa stabilità al dollaro di Hong Kong. Cfr PING X., CHAO C., *The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds*, 2009, Working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

¹⁷ Cfr ALBEROLA E., SERENA J.M., "Reserves, SWFs and the Resilience of Global Imbalances", *Economic Notes*, n.3, 2008, pp 324 e ss.

elevato ammontare di riserve è funzionale per proteggere le economie nazionali in caso di ulteriori crisi finanziarie¹⁸, in modo tale da avere gli strumenti per sostenere il tasso di cambio in presenza di forti deflussi finanziari di capitali stranieri (di portafoglio).

La seconda motivazione è connessa alla presenza di cambi fissi: le banche centrali per soddisfare la domanda di valuta nazionale, potrebbero incrementare le riserve in valuta estera, fornendo la valuta nazionale al tasso di cambio di mercato, in modo da prevenirne un apprezzamento.

Secondo le motivazioni di carattere precauzionale il criterio utilizzato prima degli anni '90 per stimare la dimensione delle riserve in valuta era la loro capacità di coprire tre mesi di importazioni¹⁹, ma, successivamente alle crisi finanziarie verificatesi, si è passati ad un *benchmark* costituito dall'indebitamento estero. A tal riguardo la regola di Greenspan e Guidotti stabilisce che dovrebbero coprire il debito estero a breve termine, fino ad un anno, con una possibile estensione all'intero *stock* di debito estero. Recenti verifiche empiriche²⁰ hanno dimostrato come l'ammontare di riserve della maggior parte dei Paesi emergenti (quelli asiatici in particolare) non venga spiegata esclusivamente dalle motivazioni di carattere precauzionale, dato che oltrepassa il debito estero a tre mesi e, in alcuni Paesi (Cina in particolare), supera anche lo *stock* di debito estero totale²¹; pertanto sembra che anche la gestione del tasso di cambio contribuisca alla costituzione di un elevato ammontare di riserve in valuta.

Questo aspetto è coerente con la duplice strategia attuata dalle economie asiatiche dopo la crisi finanziaria: da un lato hanno cercato di contrastare l'apprezzamento del tasso di cambio con ripetuti interventi sui mercati valutari al fine di poter favorire una crescita basata sulle esportazioni (*export-led growth*)²²; dall'altro il continuo flusso di capitali esteri, che in termini di IDE si è mantenuto relativamente stabile anche nei periodi di crisi, ha consentito un ingente accumulo di riserve in valuta associato ad un maggiore ricorso a fonti di finanziamento domestiche, nell'ambito di politiche monetarie espansive²³. In tal modo le stesse economie si sono rese meno dipendenti

¹⁸ Cfr AIZENMAN J., *Large hoarding of international reserve and the emerging global economic architecture*, cit, p 3: "A remarkable trend of the new configurations is that with few exceptions, countries stunned by the financial crisis during the 1990s opted to buffer their growing exposure to financial instability by hoarding international reserves, instead of reducing their financial integration".

¹⁹ Cfr WYPLOSZ C., *The Foreign Exchange Reserves Build-Up: Business as Usual?*, Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration, Londra, marzo 2007.

²⁰ Cfr GOSSELIN M.A., PARENT N., *An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia*, Bank of Canada Working Paper, n 38, 2005; GARCIA P., SOTO C., *Large hoardings of International Reserves: Are they Worth it*, Banco Central De Chile Working Paper, n 299, 2004.

²¹ I medesimi risultati sono riportati da una recente analisi di Deutsche Bank riferita ai Paesi BRIC (Brazil, Russia, India, China). Cfr DEUTSCHE BANK RESEARCH, *BRIC Sovereign Wealth Funds*, settembre 2010, p 5.

²² In un recente lavoro l'IMF sottolinea come "one lesson from the crises of the 1990s was that large current account deficits were associated with the sharp reversals in capital flows suffered by EMEs, and many have subsequently recorded stronger current account balances"; INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Reserve Accumulation and International Monetary Stability: Supplementary Information*, aprile 2010, p 6.

²³ Come noto, lo stato patrimoniale di una banca centrale è formato da attività nette sull'estero e sull'interno dal lato dell'attivo e da passività monetarie (circolante e riserve bancarie), non monetarie (titoli di propria emissione e altre

dall'indebitamento estero, il cui rinnovo è molto difficoltoso in epoche di crisi finanziaria, e hanno accumulato una sempre maggior quantità di riserve in valuta, sia in valori assoluti, che rispetto al PIL (tabella 2), dati i persistenti afflussi di capitale privati e i sempre maggiori avanzi di partite correnti²⁴.

Tabella 2

Evoluzione ammontare di riserve in valuta in specifici Paesi/aree geografiche

	Ammontare di riserve in miliardi di dollari					
Paese/area					Proiezioni	
	2002	2007	2008	2009	2010	2011
Asia (emergente)	496,7	2129,0	2533,9	3007,9	3434,4	3829,7
Cina	292,0	1531,3	1950,3	2348,8	2693,4	3025,6
India	68,2	267,6	248,0	266,2	281,6	295,9
Brasile	37,5	179,5	192,9	237,4	274,9	292,7
Messico	50,6	87,1	95,1	99,6	119,6	129,6
Russia	44,6	467,6	412,7	417,8	468,7	508,1
MENA	188,9	839,0	1001,7	987,6	1054,5	1120,6

Fonte: rielaborazione di International Monetary Fund (IMF), *World Economic Outlook*, ottobre 2010, p 202

Analizzando la peculiare situazione dei principali Paesi appartenenti all'area MENA, principali produttori di petrolio a livello globale²⁵, si possono ulteriormente ampliare le considerazioni effettuate in precedenza: il loro accumulo di riserve in valuta in parte può esser spiegato da motivazioni precauzionali o da gestione di tassi di cambio, ma la determinante maggiore sembra esser connessa agli avanzi delle partite correnti derivati da un incremento del prezzo del petrolio *in primis*, o di altre *commodities* (quali il gas naturale). Se si considera l'aggregato dei Paesi

passività) e patrimonio dal lato del passivo. Un incremento di riserve pertanto può essere controbilanciato da un aumento di circolante (cosa che si è verificata durante le crisi finanziarie delineate in precedenza), oppure da un incremento di riserve bancarie; in tal caso vi sarebbero pressioni al ribasso sui tassi di interesse a breve, con una conseguente espansione del credito bancario; spesso le banche centrali cercano di limitare gli effetti di questa politica attraverso interventi di sterilizzazione (vendita di titoli detenuti in attivo o emissione di proprie passività). Cfr BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT, *Accumulo di riserve valutarie nei mercati emergenti: implicazioni sul piano interno*, pp 46-47.

²⁴ Bernanke nel 2005, nello spiegare il rapporto tra i deficit di parte corrente degli USA e i flussi di capitali provenienti dai Paesi in via di sviluppo, ha sottolineato il cambiamento di strategia di questi ultimi: *"In response to these crises, emerging market nations either chose or were forced into new strategies for managing international flows...Increases in foreign exchange reserve necessarily involve a shift toward surplus in the country's current account, increases in gross capital inflows, reductions in gross private capital outflows, or some combination of these elements..Additionally, reserves were accumulated in the context of foreign exchange interventions intended to promote export-led growth by preventing exchange-rate appreciation"*. Cfr BERNANKE B., *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Virginia Association of Economics, Virginia, 2005, p 5.

²⁵ I principali Paesi produttori di petrolio dell'area MENA hanno costituito nel 1960 l'OPEC (Organization of the Petroleum Exporting Countries), un cartello economico che si occupa principalmente di stabilire quote di produzione dei Paesi membri, accordi con le principali compagnie petrolifere, anche al fine di influenzare l'andamento dei prezzi. I Paesi aderenti sono Algeria, Angola, Libia, Nigeria, Iran, Iraq, Kuwait, Qatar, Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Ecuador e Venezuela (gli ultimi 2 Paesi appartenenti all'are sudamericana. Per maggiori approfondimenti si rinvia al sito www.opec.org.

esportatori di petrolio, il rapporto tra avanzo delle partite correnti e PIL aveva raggiunto il 20% nel 2008, con prezzi del petrolio che avevano sfiorato i \$140 al barile, per poi passare al 4,6% del 2009, coerentemente con il calo registrato dai prezzi stessi (hanno sfiorato i \$50 al barile, come si nota dal grafico 4); le proiezioni dell'IMF stimano un continuo incremento del rapporto fino al 2015 (6,7% nel 2010, 7,8% nel 2011)²⁶.

Grafico 4

Andamento del prezzo del petrolio (West Texas Intermediate, WTI) da dicembre 2007 a febbraio 2011



Fonte: www.cmegroup.com

Le crescenti risorse finanziarie che sono affluite agli Stati sotto forma di avanzi di partite correnti e flussi di capitale pongono il problema della loro gestione da parte degli Stati medesimi: tradizionalmente le riserve in valuta venivano gestite dalla Banca Centrale, ma data la loro crescita esponenziale, i governi hanno creato nuovi veicoli di investimento, che verranno successivamente esaminati.

1.2 Modalità di gestione delle risorse finanziarie statali: dalle Banche Centrali ai Fondi Sovrani

La continua crescita delle riserve in valuta, in misura di molto superiore rispetto ai fabbisogni finanziari statali di breve e medio-lungo termine, ha determinato la creazione di veicoli di investimento governativi in grado di gestire le ingenti risorse finanziarie a disposizione con un

²⁶ Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World Economic Outlook*, ottobre 2010, p 87.

grado di rischio-rendimento differente rispetto al tradizionale impiego effettuato dalle autorità monetarie.

La gestione delle riserve in valuta è affidata alle Banche Centrali che, coerentemente con i loro obiettivi di garantire la stabilità della moneta e la liquidità di un Paese in ambito internazionale²⁷, tradizionalmente le impiegano in attività finanziarie liquide e con un basso grado di rischio. Storicamente la maggior parte delle riserve era detenuta in oro, ma dagli anni '80 le Banche Centrali hanno gradualmente proceduto alla sua sostituzione con attività in valuta estera²⁸. Concentrando l'analisi sulle scelte di composizione di portafoglio effettuate dai gestori delle medesime riserve, si può notare una tendenza verso un'*asset allocation* che consenta di ottenere rendimenti corretti per il rischio sempre più elevati²⁹.

La ricerca di maggiori rendimenti può essere spiegata dalla presenza congiunta di due fattori: *in primis*, l'accumulo di riserve in misura superiore ai fabbisogni finanziari da fronteggiare, consente di investire una piccola parte delle stesse in strumenti altamente liquidi e prontamente smobilizzabili, utilizzabili per la gestione del tasso di cambio o per garantire liquidità al sistema; la parte eccedente può essere investita in strumenti con un grado di rischio-rendimento maggiore, in modo tale da poter coprire i tipici costi connessi ad un'eccessiva accumulazione delle stesse, e precisamente i costi di sterilizzazione³⁰, i costi-opportunità³¹, i costi connessi ad un apprezzamento della valuta nazionale³².

²⁷ Cfr EUROPEAN CENTRAL BANK, *Tasks*, disponibile sul sito www.ecb.int.

²⁸ Wooldridge nel 2006 ha sottolineato come “*a partire dalla fine degli anni ottanta, alcune banche centrali vendettero in tutto o in parte il loro oro. L'impennata del prezzo del metallo nel 2005-2006 ha contribuito a riportare la quota dell'oro monetario a oltre il 10% delle riserve totali agli inizi del 2006. Ciò nonostante, le disponibilità fisiche di oro sono diminuite ulteriormente, continuando ridursi di un tasso di circa il 2% l'anno*”. Cfr WOOLDRIDGE P. D., *Come cambia la composizione delle riserve ufficiali*, Rassegna Trimestrale, Banca dei Regolamenti Internazionali, settembre 2006, p 34

²⁹ McCauley e Fung nel 2003 hanno sottolineato come nel corso degli anni le banche centrali abbiano accettato un sempre maggior rischio di credito sostituendo progressivamente strumenti monetari a breve termine negli USA ai titoli di stato (*Treasury bill*) e un sempre più sostenuto rischio di mercato, allungando le scadenze medie dei titoli obbligazionari detenuti. Cfr MCCAULEY R.N., FUNG B.S.C., *La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari*, Rassegna Trimestrale, Banca dei Regolamenti Internazionale, marzo 2003, pp 41 e ss.

³⁰ I costi di sterilizzazione riguardano il rapporto tra accumulo di riserve e offerta di moneta; se l'offerta di moneta dovesse risultare eccessiva rispetto alla domanda provocando spinte inflazionistiche, le banche centrali potrebbero collocare presso le banche nazionali titoli di stato o emettere propri titoli in modo da ritirare liquidità dal sistema; nel caso in cui tali titoli vengano ceduti a soggetti non bancari la sterilizzazione è completa. Il costo di tali operazioni è connesso al rendimento dei titoli di nuova emissione o smobilizzati dal portafoglio da corrispondere ai sottoscrittori, che spesso è maggiore del rendimento delle riserve. Cfr ALBEROLA E., SERENA J.M., “Reserves, SWFs and the Resilience of Global Imbalances”, 2008, cit, pp 329 e ss; BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT, *Accumulo di riserve valutarie nei mercati emergenti: implicazioni sul piano interno*, 2008, cit, pp 49 e ss.

³¹ Secondo Jaenne (2007) detenere un ingente ammontare di riserve è costoso data “*the difference between the return on reserves and the return on more profitable alternative investment opportunities*”; tali alternative potrebbero esser rappresentate ad esempio dal finanziamento di investimenti in territorio domestico o dalla diminuzione dello stock di debito estero. Cfr JAENNE O., *International Reserves in Emerging Market Countries: Too Much of a Good Thing?*, Brookings Papers on Economic Activity, 2007, n 1, pp 1-80.

³² Tale tipologia di costi è connessa al *Triffin Dilemma*, ovvero al dilemma tra squilibri della bilancia dei pagamenti e stabilità della valuta: il detentore di riserve continua ad incrementarle, dato il consistente deficit dell'emittente della

Analizzando la composizione delle riserve a livello globale, si può notare come dagli anni '70 in poi l'impiego in depositi bancari abbia affiancato l'investimento in titoli di stato USA, tendenza che è diminuita nel corso degli anni '80 e '90 a scapito di investimenti in titoli del tesoro a più elevata *duration*. Negli anni 2000 la preferenza per i titoli obbligazionari rispetto ai depositi bancari si è fatta più pronunciata, fino a raggiungere circa il 70% delle riserve a livello globale nel 2006. L'assunzione di un maggior rischio da parte delle Banche Centrali è testimoniata non solo dall'acquisto di *Treasury* americani a più lunga scadenza, ma anche dall'acquisto di titoli emessi da agenzie governative e di obbligazioni societarie a *duration* elevata. In una recente indagine Carver (2006)³³ ha dimostrato come le Banche Centrali si siano spinte fino all'acquisto di titoli garantiti da ipoteca, derivanti da operazioni di cartolarizzazione: gli *asset backed securities*. La tabella 3 rappresenta gli esiti di un questionario sottoposto a 28 Banche Centrali ed Autorità Monetarie³⁴ nel 2007, riguardante la composizione del portafoglio delle riserve in valuta e denota una tendenza verso l'investimento di strumenti finanziari che consentano di ottenere maggiori rendimenti corretti per il rischio.

Tabella 3

Composizione delle riserve ufficiali: *asset classes* e strumenti finanziari

(percentuali di Banche Centrali (BC) che hanno risposto al questionario con riferimento al singolo strumento)

<i>Asset class/</i> strumenti finanziari	2002 (dati indagine 28 BC e altre fonti)	2004 (dati indagine 28 BC e altre fonti)	2005 (dati indagine 28 BC e altre fonti)	2007 (dati indagine 28 BC)	2007 (dati JP Morgan)
Bond emessi da enti sovrnazionali	-	86	-	96	-
<i>Treasury bills</i>	-	89	-	100	-
Depositi bancari	-	94	-	96	-
Bond governativi	-	80	-	100	-
Bond governativi	-	57	57	33	-

valuta di riferimento; a ciò consegnerà un deprezzamento della stessa valuta ed una perdita di ricchezza per il detentore di riserve. Cfr PING X., CHAO C., *The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds*, cit, p 11.

³³ Cfr CARVER N., *Trends in reserve management-2006 survey results*, in PRINGLE R., CARVER N. (a cura di), *RBS Reserve Management Trends 2006*, Central Banking Publication, 2006, pp 1-24.

³⁴ Le 28 Banche Centrali ed Autorità Monetarie- termini che in questo lavoro verranno utilizzati come sinonimi- oggetto di analisi gestiscono circa l'80% del totale delle riserve in valuta estera a livello globale e, tra queste, dieci appartengono alle economie industrializzate, 8 alle economie asiatiche. Cfr BORIO C., GALATI G., HEATH A., *FX reserve management: trends and challenges*, BIS papers, n 40, Monetary and Economic Department, 2008, pp 1-36.

con rating <AA					
<i>Agency paper</i>	81	65	67	93	88
<i>Mortgage backed Securities</i>	37	28	25	59	42
<i>Asset backed securities</i>		29	25	48	-
<i>Corporate bonds (investment grade)</i>	23	17	21	41	35
<i>Corporate bonds con rating <BB</i>		2	4	7	2
<i>Index-linked bonds</i>		-	25	56	37
Azioni	12	6	8	19	9
<i>Hedge Funds</i>	2	2	-	4	2
Altro (tra cui emerging market bonds)	93	15	8	52	12
Strumenti derivati	52	-	-	89	80
Oro		57	-	81	-
% di risposte	43	65	48	27	43

Fonte: rielaborazione da BORIO C., GALATI G., HEATH A., *FX reserve management: trends and challenges*, 2008, p 3

Tali analisi a livello aggregato trovano riscontro nell'operatività di diverse Banche Centrali dei Paesi emergenti: la *Saudi Arabia Monetary Agency* (SAMA), Banca Centrale dell' Arabia Saudita, si occupa di garantire la stabilità monetaria attraverso investimenti di tipo conservativo in *Treasury* americani, ma in qualità di gestore di risorse in valuta in eccesso ricerca più elevati rendimenti attraverso l'acquisizione anche di titoli azionari³⁵; anche la *People Bank of China* (PBoC), Banca Centrale cinese, ha creato un particolare veicolo per una gestione maggiormente aggressiva delle riserve in eccesso, la *State Administration of Foreign Exchange* (SAFE), che detiene partecipazioni in numerose imprese a livello internazionale³⁶.

Come poc'anzi osservato, la presenza di un elevato ammontare di riserve, congiuntamente ai costi connessi al loro accumulo, ha comportato nel corso degli anni una gestione orientata ad un maggior

³⁵ Cfr BRAUNSTEIN J., *Sovereign Wealth Funds, The Emergence of State Owned Financial Power Brokers*, The Australian National University, University of Vienna, gennaio 2009, p 64.

³⁶ Tale veicolo non è indipendente dalla banca centrale cinese; tra le sue funzioni merita citazione quella di "*undertake other matters as assigned by the State Council and the People's Bank Of China*". Cfr <http://www.safe.gov.cn>, *major functions*; per maggiori approfondimenti si rinvia ad ARDUINO A., *Il fondo sovrano cinese*, O barra O edizioni, Milano, 2009, pp 30, 70.

grado di rischio/rendimento delle stesse da parte delle Autorità Monetarie, rispetto ad un mero impiego in attività liquide e prontamente smobilizzabili. Una modalità alternativa di gestione di tale ricchezza statale è rappresentata dalla costituzione da parte dei governi di veicoli *ad hoc* in cui trasferire le riserve in eccesso e attraverso i quali perseguire finalità particolari, differenti rispetto a quelle meramente prudenziali perseguite dalle Autorità Monetarie³⁷. Da una verifica empirica effettuata ai fini del presente lavoro, si possono trovare, tra gli altri, i seguenti veicoli di investimento:

- i fondi per la gestione delle riserve in eccesso (*reserve investment corporations*);
- i fondi di stabilizzazione (*stabilization funds*);
- i fondi di risparmio o intergenerazionali (*saving funds*);
- i fondi pensione pubblici (*sovereign pension reserve fund*);
- le società di investimento governative (*investment holding companies*);
- le imprese statali (*state owned enterprises*).

Le *reserve investment corporations* sono veicoli di investimento in cui vengono trasferite le riserve in eccesso, al fine di gestirle con criteri maggiormente orientati alla massimizzazione del binomio rischio/rendimento³⁸. Gli Stati con ampi avanzi di partite correnti, grazie alla realizzazione di strategie di tipo *export-led*, tipicamente gli Stati asiatici, hanno creato veicoli destinati all'impiego di risorse finanziarie in attività finanziarie estere a più elevato rendimento, non ritenendo le Banche Centrali un organismo idoneo a svolgere tale compito³⁹. La gamma di attività in cui possono investire è molto ampia e spazia dai titoli di stato a medio-lungo termine ai *corporate bonds*, dalle *asset backed securities* alle *commodities*, dall'*equity* al *real estate* fino all'impiego in *hedge funds* e strumenti derivati.

Alcuni esempi di *reserve investment corporations* possono essere considerati il *China Investment Corporation* (CIC) e il *Korea Investment Corporation* (KIC). Il CIC è un veicolo di investimento istituito nel 2007 dal Ministero delle Finanze cinese per gestire parte delle riserve in valuta, precisamente un ammontare pari a \$200 miliardi⁴⁰, con il duplice fine di diversificare gli impieghi delle stesse in attività estere e conseguire più elevati rendimenti rispetto alla gestione effettuata

³⁷ Cfr SUMMERS L., *Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation*, L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, Mumbai, 2006.

³⁸ L'IMF nota che gli *assets* detenuti da tali fondi sono "*often still counted as reserve assets*", nonostante le *reserve investment corporations* siano entità autonome rispetto alle Banche centrali; esse perseguono l'obiettivo di "*reduce the negative cost-of-carry of holding reserves*". Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda*, Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments, febbraio 2008, p 5.

³⁹ Cfr AIZENMAN J., GLICK R., *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts About Their Determinants and Governance*, NBER Working Paper Series, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, 2008, p 4.

⁴⁰ La costituzione del CIC è stata successiva all'accumulo da parte della Cina di riserve valutarie estere pari a \$1000 miliardi nel 2006, comportando la necessità di una gestione più aggressiva delle stesse, data anche le ingenti operazioni di sterilizzazione effettuate dal governo cinese. Cfr ARDUINO A., *Il fondo sovrano cinese*, cit, 2009, pp 68 e ss.

dalle Banche Centrali⁴¹. Alcune operazioni effettuate⁴² consentono ragionevolmente di ipotizzare che circa la metà dell'*asset under management* sia investito in attività finanziarie estere, quali azioni, obbligazioni, *real estate*, *private equity* e *hedge funds*, mentre un'altra significativa porzione è impiegata in attività finanziarie domestiche e precisamente in partecipazioni azionarie in banche cinesi⁴³.

Il KIC è un veicolo di investimento istituito nel 2005 dal governo della Corea del Sud per gestire parte delle riserve in valuta (inizialmente circa \$20 miliardi) con l'obiettivo di generare extra-rendimenti rispetto ad un determinato parametro di riferimento⁴⁴. L'*asset allocation* del fondo, in parte affidata a società di gestione del risparmio esterne, è ripartita tra investimenti in *equity* e *fixed income* nei principali mercati a livello globale, con potenziali aperture alle *asset class* alternative⁴⁵.

I fondi di stabilizzazione sono costituiti dagli Stati ricchi di materie prime non rinnovabili (tipicamente petrolio e gas, ma anche rame e diamanti) al fine di isolare i bilanci pubblici dall'eccessiva volatilità di prezzo delle stesse. Un rialzo dei prezzi delle materie prime permette ai Paesi esportatori di incrementare le disponibilità liquide, conseguendo importanti avanzi di partite correnti ed aumentare la spesa pubblica; un successivo declino dei prezzi può avere effetti contrari, generando un minore flusso di ricchezza nel Paese esportatore che si ripercuote in minori investimenti domestici o esteri⁴⁶. Per limitare gli effetti dei prezzi delle *commodities* sulla spesa pubblica, gli Stati possono decidere di costituire particolari veicoli di investimento (i fondi di stabilizzazione) facendo affluire risorse finanziarie in periodi di rialzo dei prezzi per poi "rilasciarle" in periodi di declino. In tal modo la spesa pubblica potrebbe considerarsi isolata dalle eccessive fluttuazioni dei prezzi⁴⁷.

Oltre a ciò l'afflusso di una parte delle disponibilità liquide in valuta in tali fondi, consentirebbe di considerarli come veicoli di sterilizzazione che assorbono l'eccessiva offerta di moneta presente nel

⁴¹ Fernandez ed Eschweiler fanno notare come "*CIC is funded by the Government, which issued RMBI 1,55 trillion of special treasury bonds and used the proceeds to buy foreign reserves from the central bank. CIC is expected to produce a return that exceeds the government annual interest cost of the special treasury bonds*". Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, JP Morgan Research, maggio 2008, pp 31.

⁴² Nel maggio 2007 il CIC ha acquistato partecipazioni per un controvalore pari al 10% del capitale di *Blackstone*, operante nell'ambito del *private equity*, al 9,9% del capitale di *Morgan Stanley* e al 3% del capital di *Barclays*.

⁴³ Tra le principali banche partecipate ci sono la *Bank of China*, la *China Construction Bank*, la *Industrial and Commercial Bank of China*, la *Bank of Communication*. Cfr ARDUINO A., *Il fondo sovrano cinese*, cit, 2009, pp 72 e ss; l'analisi dell'*asset allocation* del fondo sarà effettuata successivamente.

⁴⁴ Il benchmark è composto in parte da un indice azionario (*MSCI World equity*), in parte da un indice obbligazionario (*Barclays global bond index*), ma i relativi pesi non sono noti. Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, Working paper n 283, OECD Development Centre, 2009, p 13.

⁴⁵ Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, cit, p 59.

⁴⁶ Probabilmente in tal caso le riduzioni della spesa pubblica saranno minori rispetto agli aumenti della stessa nei periodi caratterizzati da consistenti rialzi dei prezzi delle materie prime.

⁴⁷ Cfr DAVIS J., OSSOWSKI R., DANIEL J., BARNETT S., "Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications", *IMF Occasional Paper*, n 205, aprile 2001, pp 1-43.

sistema⁴⁸: senza un ritiro di parte della liquidità presente, l'apprezzamento della valuta domestica connessa allo sfruttamento ed esportazione di risorse naturali, potrebbe minare la competitività internazionale con riferimento ad altri settori, impattando sul PIL del Paese⁴⁹.

Tali fondi tipicamente effettuano investimenti di portafoglio, in particolare in strumenti finanziari a breve termine in valuta estera, con un elevato grado di liquidità e prontamente smobilizzabili; la loro *asset allocation* presenta elevate affinità con la gestione delle riserve in valuta operata dalle Banche Centrali, con una preponderanza di strumenti del mercato monetario ed obbligazionario con bassa *duration*. Ciò è coerente con le finalità perseguite: per alcuni fondi (ad esempio il *Russian Reserve Fund*⁵⁰) è previsto un *cut-off price* della materia prima sottostante (in questo caso il petrolio) al di sotto del quale le risorse finanziarie vengono prelevate e messe a disposizione dello Stato. Da ciò deriva l'elevato grado di liquidità con cui devono essere impiegate le risorse finanziarie⁵¹.

Un altro esempio è l'*Economic and Social Stabilization Fund* cileno⁵²: la finalità di questo fondo di stabilizzazione è quella di rendere indipendente la spesa pubblica nazionale dalle fluttuazioni del prezzo del rame; il portafoglio di tale fondo non è reso pubblico, ma gli investimenti devono essere prevalentemente effettuati in strumenti finanziari di tipo obbligazionario, emessi da stati sovrani esteri oppure *corporate*, dotati di elevato *standing* creditizio.

I fondi di risparmio hanno l'obiettivo di preservare la ricchezza nazionale, impiegando le risorse finanziarie in attività che consentano di redistribuire in modo equo tra le generazioni le attuali disponibilità in eccesso⁵³. Pertanto sia Paesi esportatori di materie prime, sia Paesi caratterizzati da ampi avanzi di partite correnti dovuti alla realizzazione di strategie di tipo *export-led*, hanno

⁴⁸ Considerare i fondi di stabilizzazione come veicoli di sterilizzazione comporta la presenza di probabili forme di coordinamento/collaborazione nei Paesi emergenti tra governo e Banche Centrali, che tradizionalmente nei Paesi occidentali sono autonome rispetto all'influenza politica.

⁴⁹ Questo fenomeno è noto come *Dutch Disease*, espressione coniata dal *The Economist*, con riferimento alla situazione dell'Olanda alla fine degli anni '70: lo sfruttamento di giacimenti di gas scoperti alla fine degli anni '50 e la successiva esportazione della materia prima ha comportato elevati afflussi di capitale e un apprezzamento della divisa olandese; ciò ha minato la competitività del settore manifatturiero olandese, il cui *output* risultava maggiormente oneroso rispetto ai Paesi *competitors*. Cfr THE ECONOMIST, *The Dutch Disease*, 1977, 26 novembre, pp 82-85.

⁵⁰ Il *Russian Reserve Fund* costituisce una parte del *The Oil & Gas Fund* della Federazione Russa, costituito nel 2004 come una parte del budget federale con l'obiettivo di mantenere stabili le entrate monetarie anche nei periodi in cui il prezzo del petrolio cala al di sotto di soglie ben definite; l'altra parte, *The National Prosperity Fund*, rientra nella categoria dei fondi di risparmio, che verranno analizzati successivamente. Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, cit, p 37.

⁵¹ Il *Russian Reserve Fund* può investire in titoli di Stato emessi da Paesi appartenenti all'area euro, oppure in emissioni sovrane inglesi o statunitensi; l'emittente deve essere considerato di rating AAA/Aaa da almeno due delle tre agenzie di rating (*Moody's*, *Standard and Poor's* e *Fitch*); la *duration* deve esser compresa tra 0,25 anni e 3 anni.

⁵² L'*Economic and Social Stabilization Fund* è stato istituito nel 2006, sostituendo il *Copper Stabilization Fund*. Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, cit, pp 37.

⁵³ Cfr ISTITUTO DI STUDI E ANALISI ECONOMICA, *Ruolo e prospettive dei fondi sovrani*, Nota mensile, novembre-dicembre 2007, p 2. L'IMF sottolinea anche come "*the savings funds for future generations aim to convert nonrenewable assets into more diversified portfolio of assets and mitigate the effects of Dutch Disease*". Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda*, cit, p 5.

trasferito parte delle riserve in eccesso in tali fondi caratterizzati da una maggiore tolleranza al rischio rispetto alla gestione delle riserve stesse⁵⁴. L'orizzonte temporale di lungo periodo di questi fondi consente di impiegare le risorse finanziarie in attività caratterizzate da un maggior grado di rischio/rendimento rispetto sia alla gestione delle riserve in valuta, sia agli stessi fondi di stabilizzazione: il portafoglio è costituito in prevalenza da strumenti finanziari esteri, con un'*asset allocation* bilanciata tra investimenti di tipo azionario ed obbligazionario ed una tendenza a non assumere il controllo dell'impresa partecipata nel caso di investimenti in *equity*⁵⁵.

L'*Abu Dhabi Investment Authority* (ADIA), il *Government Pension Fund- Global* norvegese e il *Government of Singapore Investment Corporation* (GIC) sono considerati i maggiori fondi di risparmio a livello globale per *asset under management*.

L'ADIA, istituito nel 1976 dal governo di Abu Dhabi, grazie agli elevati proventi derivanti dalle esportazioni di petrolio, si pone come obiettivo l'accrescimento delle risorse finanziarie disponibili per assicurare il benessere futuro dell'Emiro, attraverso l'impiego delle stesse in mercati finanziari internazionali⁵⁶; l'impiego di risorse finanziarie avviene sia in *asset class* tradizionali quali azioni, obbligazioni, ma anche in *asset class* alternative quali *real estate*, fondi di *private equity*, *hedge funds*.

Il *Government Pension Fund-Global* norvegese ha come obiettivo l'accrescimento della ricchezza derivante da entrate petrolifere e da trasferimenti governativi di surplus fiscali per far fronte alle future spese pensionistiche⁵⁷. Il fondo investe in attività finanziarie internazionali, seguendo una strategia di investimento volta al “*maximise financial return with moderate risk*”⁵⁸; l'*asset allocation* strategica è definita in base ad un *benchmark*, composto per il 60% da un indice azionario e per il 40% da un indice obbligazionario⁵⁹, ma i gestori possono investire una piccola parte del portafoglio anche in *asset class* alternative. Altri due elementi meritano approfondimento: da un lato l'investimento azionario non può eccedere il 10% del capitale della partecipata, in modo

⁵⁴ Cfr GATTI S., MASIERO A., *I Sovereign Wealth Funds e il loro ruolo nei mercati finanziari internazionali* in (a cura di) BROGI M., COMANA M., *Saggi in onore di Tancredi Bianchi*, Bancaria Editrice, Roma, 2009, volume 3, p 429.

⁵⁵ Per maggiori approfondimenti si rinvia a HYMER S.H., *The International Operations of National Firms: a Study of Direct Foreign Investment*, The Mit Press, Cambridge, Mass, 1976.

⁵⁶ Cfr QUADRO CURZIO A., MICELI V., *I fondi sovrani*, ed. Il Mulino, Bologna, 2009, p 43.

⁵⁷ Il *Government Pension Fund-Global* rappresenta un veicolo di investimento istituito nel 2005 dal governo norvegese all'interno del più ampio *Government Pension Fund*; l'altra entità facente parte del fondo è denominata *Government Pension fund-Norway*, in modo tale da rappresentarne la natura di veicolo di investimento orientato al mercato domestico, a differenza del *Government Pension Fund-Global*, il cui portafoglio è composto esclusivamente da attività finanziarie estere. Il *Government Pension Fund* è la continuazione del precedente *Petroleum Fund*, istituito nel 1990, e suddiviso in due sezioni: il *Government Petroleum Fund* (ora *Government Pension Fund-Global*) e il *National Insurance Scheme Fund* (ora *Government Pension fund-Norway*). Cfr <http://www.regjeringen.no/en>; <http://www.ftf.no/en>.

⁵⁸ Cfr GJEDREM S., *From oil and gas to financial assets- Norway's Government Pension Fund-Global*, Speech by Governor of Norges Bank in conference “Commodities, the Economy and Money”, Calgary, Canada, 2008, p 2.

⁵⁹ L'analisi degli indici che compongono il *benchmark* verrà effettuata successivamente, durante la trattazione dell'*asset allocation* dei SWFs.

tale da evitare il controllo di un'impresa, dall'altro, a partire dal 2004, il fondo ha adottato linee guida etiche a fronte delle quali vengono esclusi gli investimenti in imprese che non superano lo *screening* del Comitato Etico⁶⁰.

Il GIC è stato istituito nel 1981 dal governo di Singapore per investire il *surplus* di riserve in valuta, conferite dal governo stesso, in attività a più lungo termine e a più elevato rendimento, al fine di supportare la ricchezza nazionale nel lungo termine. Il fondo ha come obiettivo il conseguimento di un extra-rendimento del 5% rispetto all'inflazione e, a fronte di ciò, predispone un'*asset allocation* strategica costituita da azioni (circa il 50% del portafoglio), obbligazioni (circa il 30%) e investimenti alternativi (circa il 20%) del portafoglio⁶¹.

Dall'analisi congiunta della gestione delle riserve in valuta e delle altre categorie di fondi finora esaminate si possono trarre alcune considerazioni: i fondi di stabilizzazione presentano diverse similarità con la gestione delle riserve in valuta, se ci si riferisce ad esempio agli obiettivi perseguiti, *all'asset allocation*, o all'orizzonte temporale di riferimento. A volte può anche accadere che la gestione delle riserve in valuta sia orientata a profili di rischio/rendimento maggiori rispetto alla composizione di portafoglio dei fondi di stabilizzazione⁶².

La distinzione tra fondi di stabilizzazione e di risparmio non è in realtà così netta come appare dalla descrizione degli obiettivi perseguiti e degli investimenti realizzati: spesso alcuni fondi di stabilizzazione si sono nel tempo trasformati in fondi di risparmio, dato l'ammontare eccessivo di riserve detenute dallo Stato rispetto agli obiettivi di riduzione della dipendenza dei bilanci pubblici dalle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime⁶³; ma può anche accadere che un unico fondo sia costituito da due veicoli di investimento con obiettivi rispettivamente di stabilizzazione e di risparmio⁶⁴.

Inoltre spesso i fondi di risparmio si sovrappongono ad altri veicoli di investimento destinati all'erogazione di prestazioni pensionistiche⁶⁵. Il costante invecchiamento della popolazione ha

⁶⁰ Cfr CHESTERMAN S., *The turn to ethics: disinvestment from multinational corporations for human rights violations- the case of Norway's Sovereign Wealth Fund*, 2008, pp 1-40; working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

⁶¹ Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, cit, p 27. Per maggiori approfondimenti su obiettivi e meccanismi di funzionamento del GIC si rinvia a CLARK G.L., MONK A., "Government of Singapore Investment Corporation (GIC): Insurer of last resort and bulwark of nation-state legitimacy", *The Pacific Review*, 2010, n. 4, pp 429-451.

⁶² Questo è il caso della *Saudi Arabia Monetary Agency* (SAMA), che detiene partecipazioni azionarie, ma anche della *Libyan Central Bank*.

⁶³ Il *Pula Fund* del Botswana e *The Oil & Gas Fund* russo (precedentemente denominato *Stabilization Fund*) costituiscono due esempi. Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda*, cit, p 5.

⁶⁴ In tal caso il *The Oil & Gas Fund* russo costituisce un esempio, mentre il *Government Pension Fund* norvegese è costituito da due entità che si differenziano in base alla composizione di portafoglio (attività estere nel *Government Pension Fund-Global*, domestiche nel *Government Pension Fund-Norway*).

⁶⁵ Qualche veicolo di investimento inoltre è considerato talvolta fondo di risparmio, altre volte *reserve investment corporation*, in relazione all'aspetto che si vuole porre in evidenza. Il *Government of Singapore Investment Corporation* è un classico esempio: per Braunstein prevale la caratteristica di fondo di risparmio, per Monk è considerato una *reserve investment corporation*. Cfr BRAUNSTEIN J., *Sovereign Wealth Funds, The Emergence of State Owned Financial Power*

infatti spinto molti governi ad istituire i fondi pensioni pubblici, con finalità simili ai fondi di risparmio⁶⁶: si tratta dei *Sovereign Pension Reserve Funds* (SPRFs)⁶⁷, veicoli di investimento autonomi rispetto ai sistemi previdenziali nazionali, le cui risorse derivano direttamente da trasferimenti fiscali dal governo e il cui obiettivo è far fronte ai futuri deficit pensionistici. Vi è da sottolineare, peraltro, come alcuni di questi fondi non abbiano ancora elargito prestazioni pensionistiche, similmente ai fondi di risparmio in cui la ricchezza accumulata raramente viene distribuita, ma reinvestita. Alcuni tra i maggiori SPRFs sono l'*Australian Future Fund*, il *New Zealand Superannuation Fund* e l'*Irish National Pension Reserve Fund*. Anche il *Government Pension Fund Global*, pur essendo citato tra i fondi di risparmio, rientra in questa categoria, dimostrando la complessità nel definire precise distinzioni tra i diversi veicoli di investimento.

E' anche opportuno distinguere i SPRFs dai fondi pensione pubblici che fanno parte del sistema previdenziale nazionale (*Social Security Reserve Funds*, SSRFs), il cui obiettivo è il medesimo, ma i cui flussi finanziari derivano in gran parte dai contributi di lavoratori e datori di lavoro e, solo eccezionalmente, godono di trasferimenti fiscali da parte del governo⁶⁸.

Le società di investimento governative (*investment holding companies*)⁶⁹ sono particolari veicoli di investimento di cui si avvale il governo per gestire le proprie partecipazioni, spesso di maggioranza, in campo industriale e finanziario. Pertanto gli Stati possono trasferire parte della ricchezza a queste *holding* governative in modo tale da impiegarla direttamente nel mercato domestico ed estero⁷⁰. A differenza dei fondi di risparmio, tali veicoli di investimento investono la maggior parte del loro *asset under management* in attività domestiche, principalmente in partecipazioni di maggioranza e per conseguire finalità di tipo strategico: pertanto spesso agli obiettivi di massimizzazione del

Brokers, 2009, cit, p 57; MONK A.H.B., *Sovereignty in the Era of Global Capitalism: The rise of Sovereign Wealth Funds and the Power of Finance*, School of Geography and the Environment, Oxford University, 2010, p 8.

⁶⁶ Cfr CHIARLONE S., *Accumulazione di riserve e costituzione di fondi sovrani*, in *Osservatorio Monetario*, 2008, cit, p 19. Il fondo *Government Pension Fund* norvegese ne costituisce un esempio.

⁶⁷ Cfr BLUNDELL-WIGNALL A., WEI HU-Y., YERMO J., *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, Financial Market Trend, OECD, 2008, pp 1-17; tali fondi sono anche denominati dall'IMF *contingent pension reserve fund*. Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda*, cit, p 5.

⁶⁸ A questa categoria appartengono ad esempio il *Japan's Government Investment Fund*, il *Denmark's Social Security Fund*, l'*USA's Social Security Trust Fund*. Cfr BLUNDELL-WIGNALL A., WEI HU-Y., YERMO J., *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, 2008, cit, p 3.

⁶⁹ La letteratura in materia si è principalmente occupata delle *holding companies* appartenenti al settore privato, definite da Daems nel 1978 come “*financial institution that manages a portfolio of stocks in order to control the companies in which they hold a share of the equity capital*”; la stessa definizione può essere applicata alle *holding* di tipo statale; l'unica differenza riguarda il soggetto istitutore rappresentato in questo caso dal governo. Cfr DAEMS H., *The Holding Company and Corporate Control*, Martinus Nijhoff Social Sciences Division, Boston, 1978, p 2.

⁷⁰ Le modalità di acquisizione di risorse finanziarie da parte di tali veicoli di investimento è molto variegata: possono essere alimentati da trasferimenti fiscali da parte dei governi, o da trasferimenti di riserve in valuta detenute in eccesso rispetto ai livelli prudenziali (particolarmente in Paesi che attuano strategie di tipo *export-led*), oppure da trasferimenti di risorse finanziarie derivanti dall'esportazione di materie prime; ma possono anche acquisire risorse finanziarie emettendo obbligazioni, come nel caso di *Temasek* o *Dubai World*. Tali aspetti verranno approfonditi in seguito.

rendimento si affiancano obiettivi di carattere socio-economico o di promozione di politiche industriali tipici dei fondi di sviluppo (*development funds*)⁷¹.

Alcuni esempi di società di investimento governative sono *Temasek Holdings* di Singapore e *Mubadala* degli Emirati Arabi Uniti. *Temasek* è una *holding* pubblica, creata nel 1974 dal governo di Singapore, per gestire un portafoglio di partecipazioni accumulate dal Ministro delle Finanze, dopo l'indipendenza ottenuta nel 1965. L'*holding* riceve trasferimenti fiscali da parte del governo e raccoglie ulteriori finanziarie anche attraverso l'emissione di prestiti obbligazionari⁷². L'*asset allocation* è focalizzata principalmente nell'area di Singapore, con un'esposizione di poco inferiore al 50% dell'intero *asset under management* e con diverse partecipazioni di controllo acquisite per finalità di tipo strategico. Vi è comunque una tendenza all'estensione delle partecipazioni al di fuori di Singapore, a tal punto che l'area asiatica accoglie partecipazioni per un controvalore pari al 40% del totale degli impieghi nel 2007⁷³.

Mubadala è una *holding company* istituita nel 2002 dal governo di Abu Dhabi con l'iniziale obiettivo di sostenere lo sviluppo del Paese, attraverso l'acquisizione di partecipazioni strategiche in imprese locali⁷⁴. Successivamente anche *Mubadala* ha iniziato ad investire in ambito internazionale, sempre cercando di acquisire partecipazioni strategiche in imprese operanti in diversi settori (energetico, automobilistico)⁷⁵.

Le imprese statali (*state owned enterprises*) sono particolari tipologie di imprese di cui lo stato detiene il controllo, attraverso partecipazioni totalitarie del capitale sociale, di maggioranza o di minoranza, ma con un significativo pacchetto azionario⁷⁶. Tali imprese, spesso appartenenti a settori strategici quali l'energetico, il settore dei trasporti, l'aeronautico, vengono finanziate in modi differenti: accanto alle fonti interne di autofinanziamento, quali gli utili reinvestiti, possiamo citare

⁷¹ I fondi di sviluppo (*development funds* o anche *territorialist funds*) sono particolari veicoli di investimento che allocano risorse finanziarie in ambito domestico al fine di promuovere le economie locali; tra gli obiettivi perseguiti possiamo evidenziare il finanziamento di imprese locali per promuoverne la competitività, il finanziamento di progetti di carattere socio-economico (ad esempio le infrastrutture); la loro operatività può essere assimilata a quella dei fondi di *private equity*. Un esempio è il *Fonds stratégique d'investissement* francese. Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda*, cit, p 5; DIXON A., MONK H.B., *Rethinking the Sovereign in Sovereign Wealth Funds*, 2010, pp 20 e ss; paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

⁷² Temasek ha fatto ricorso al mercato obbligazionario nel settembre 2005 con un'emissione di durata pari a 10 anni di \$1,75 miliardi, a fronte dell'acquisizione di partecipazioni in imprese con elevate prospettive di crescita (ad esempio *Bank of China*). Il giudizio delle società di rating è pari a AAA per *Standard&Poor's* e Aaa per *Moody's*. Cfr GOLDSTEIN A., *Temasek: fondo sovrano o reincarnazione dell'IRI nello stretto di Malacca?*, in *Osservatorio Monetario*, n.3, Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, 2008, p 54.

⁷³ Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, cit, p 35.

⁷⁴ *Mubadala* si definisce come "business development and investment company", a sostegno dell'iniziale ottica locale con cui intraprende i primi investimenti. Cfr DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, ed. Egea, Milano, 2009, p 42.

⁷⁵ Tra le 56 partecipazioni detenute *Mubadala* possiede il 100% di 21 imprese e più del 50% in altre 10 imprese; vi è da sottolineare il 35% posseduto in Piaggio Aero Industries e il 5% in Ferrari. Cfr BRAUNSTEIN J., *Sovereign Wealth Funds, The Emergence of State Owned Financial Power Brokers*, 2009, cit, p 52.

⁷⁶ Cfr KIMMITT R.M., "Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy", *Foreign Affairs*, n 1, 2008, p 120.

le normali fonti di finanziamento esterno (quali debito bancario, emissioni obbligazionarie, finanziamenti a titolo di capitale di rischio), ma anche trasferimenti governativi di risorse finanziarie⁷⁷. Spesso le *state owned enterprises* detengono a loro volta un ampio portafoglio di partecipazioni a livello globale, dimostrandosi soggetti attivi in transazioni strategiche. Esempi a tal riguardo possono essere considerate la russa *Gazprom* e la cinese *China National Offshore Oil Corp. (CNOOC)*⁷⁸. La *Gazprom* è un'impresa statale, controllata dal governo russo, le cui azioni sono trattate in mercati regolamentati, operante nel settore energetico (distribuzione di gas naturale); essa detiene un ampio portafoglio di partecipazioni domestiche ed estere, particolarmente nei settori energetico, petrolifero e delle risorse naturali in generale⁷⁹. La CNOOC è una delle tra maggiori imprese cinese operanti nel settore petrolifero⁸⁰, istituita nel 1982 ed interamente detenuta dal governo cinese. Nel corso degli anni ha diversificato il suo business, acquisendo partecipazioni in imprese nazionali appartenenti a diversi settori, non solo energetico, e cercando di promuovere nel 2005 un'offerta pubblica di acquisto per la *Union Oil Company of California* (la nona impresa petrolifera statunitense)⁸¹, a conferma di una diversificazione del portafoglio a livello internazionale.

L'analisi dei veicoli di investimento con cui gli Stati impiegano la ricchezza nazionale (di cui in tabella 4 verrà proposto un riepilogo) ci consente nel paragrafo seguente di inquadrare il fenomeno dei SWFs. Dopo averne delineato una definizione, peraltro non ancora condivisa in letteratura, si cercherà di stabilire quali fra le entità esaminate in precedenza ne rispettano le caratteristiche fondamentali.

⁷⁷ Cfr PING X., CHAO C., *The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds*, 2009, cit, pp 6 e ss.

⁷⁸ Cfr GATTI S., MASIERO A., *I Sovereign Wealth Funds e il loro ruolo nei mercati finanziari internazionali*, 2009, cit, p 429.

⁷⁹ Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, University of California, Irvine, 2008, p 7; paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

⁸⁰ Le altre due imprese sono la *China National Petroleum Corporation* e la *China Petrochemical Corporation*.

⁸¹ L'offerta è stata poi ritirata data l'opposizione del Comitato per gli investimenti esteri negli USA (*Committee for Foreign Investments in the United States*, CFIUS, di cui si dirà in seguito), e l'acquisizione è stata completata successivamente da *Chevron*.

Tabella 4

Caratteristiche delle istituzioni deputate alla gestione della ricchezza statale

Veicoli di investimento	Banche centrali	Fondi per la gestione delle riserve in eccesso	Fondi di stabilizzazioni	Fondi di risparmio o intergenerazionali	Fondi pensione pubblici (SPRFs)	Società di investimento o governative	Imprese statali
Obiettivi	Gestione tassi di cambio; liquidità per il sistema	Conseguimento di più elevati rendimenti a fronte dei costi di detenzione delle riserve	Isolamento dei bilanci pubblici dalla variazione dei prezzi delle materie prime	Redistribuzione della ricchezza nazionale tra le generazioni	Far fronte a futuri deficit pensionistici	Gestione di partecipazioni governative	Imprese in cui lo Stato detiene partecipazioni di maggioranza o totalitarie
Orizzonte temporale	Breve termine	Medio-lungo termine	Breve termine	Medio-lungo termine	Medio-lungo termine	Medio-lungo termine	Medio-lungo termine
Modalità di Funding	Riserve in valuta (strategia <i>export-led</i> e esportazioni e <i>commodities</i>)	Trasferimenti di riserve in valuta (strategia <i>export-led</i>)	Trasferimenti di riserve in valuta (esportazione <i>commodities</i>)	Trasferimenti di riserve in valuta (strategia <i>export-led</i> e esportazione <i>commodities</i>); trasferimenti fiscali governativi	Trasferimenti di riserve in valuta (strategia <i>export-led</i> e esportazione <i>commodities</i>); trasferimenti fiscali governativi	Riserve in valuta (strategia <i>export-led</i> e esportazione <i>commodities</i>); trasferimenti fiscali governativi	Riserve in valuta (strategia <i>export-led</i> e esportazione e <i>commodities</i>); trasferimenti fiscali governativi
Asset Allocation geoeografica	Estero	Estero	Estero	Estero	Estero/domestico	Estero/domestico	Estero/domestico
Asset Allocation strategica	Strumenti di mercato monetario, depositi bancari, titoli obbligazionari con bassa <i>duration</i>	Strumenti di tipo azionario, obbligazionario anche ad elevata <i>duration</i> , <i>hedge funds</i> , <i>private equity</i> , <i>real estate</i> , <i>commodities</i> , strumenti derivati	Strumenti di mercato monetario, titoli obbligazionari con bassa <i>duration</i>	Strumenti di tipo azionario, obbligazionario anche ad elevata <i>duration</i> , <i>hedge funds</i> , <i>private equity</i> , <i>real estate</i> , <i>commodities</i> , strumenti derivati	Strumenti di tipo azionario, obbligazionario anche ad elevata <i>duration</i> , <i>hedge funds</i> , <i>private equity</i> , <i>real estate</i> , <i>commodities</i> , strumenti derivati	Strumenti di tipo azionario (anche investimenti di tipo strategico)	Strumenti di tipo azionario (di tipo strategico)
Esempi	<i>People</i>	<i>China</i>	<i>Russian</i>	<i>Abu Dhabi</i>	<i>Australian</i>	<i>Temasek</i>	<i>Gazprom</i> ;

	<i>Bank of China; Saudi Arabia Monetary Agency</i>	<i>Investment Corporation; Korea Investment Corporation; (Saudi Arabia Monetary Agency per le reserve in eccesso); Government of Singapore Investment Corporation</i>	<i>Reserve Fund; Economic and Social Stabilization Fund (Cile)</i>	<i>Investment Authority; Government of Singapore Investment Corporation; Government Pension Fund-Global</i>	<i>Future Fund; New Zealand Superannuation Fund; Irish National Pension Reserve Fund; Government Pension Fund-Global</i>	<i>Holding; Mubadala</i>	<i>China National Offshore Oil Corp.</i>
--	--	---	--	---	--	--------------------------	--

Fonte: rielaborazione da fonti varie

1.3 I Fondi Sovrani: analisi critica delle definizioni

La locuzione *Sovereign Wealth Funds* è stata introdotta da Rozanov nel 2005⁸² per descrivere quei particolari veicoli di investimento governativi finanziati da surplus del bilancio nazionale, derivante non unicamente dall'esportazione di materie prime, ma anche dall'attuazione di particolari strategie che mirano a generare avanzi di partite correnti (strategie di tipo *export-led*) o da una politica fiscale favorevole, associata a contenimenti della spesa pubblica. Tipicamente questi fondi sono istituiti per conseguire -congiuntamente o separatamente- i seguenti obiettivi: isolare i bilanci pubblici dall'eccessiva volatilità delle entrate, aiutare le Autorità Monetarie a sterilizzare la liquidità in eccesso, costituire risparmi per le generazioni future, utilizzare le risorse finanziarie per lo sviluppo economico-sociale delle nazione. Rozanov sottolinea anche come non appartengano alla categoria dei fondi sovrani né i fondi pensione pubblici, né le riserve in valuta gestite dalle Banche Centrali a supporto della valuta nazionale⁸³.

Dalla definizione di Rozanov si possono trarre tre caratteristiche dei SWFs:

- La proprietà governativa dei fondi: questi fondi sono istituiti dai governi ed operano sotto la loro supervisione. Ma come abbiamo spiegato in precedenza sono numerose le modalità con

⁸² Cfr ROZANOV A., "Who holds the wealth of nations?", *Central Banking Journal*, Volume XV, n 4, 2005, pp 52-57.

⁸³ Cfr ROZANOV A., "Who holds the wealth of nations?", 2005, cit, p 52: "These are neither traditional public-pension funds nor reserve assets supporting national currencies, but a different type of entity altogether".

cui gli Stati gestiscono la loro ricchezza (si va dalla gestione delle riserve in valuta attuata dalle Banche Centrali alle *state-owned enterprises*): Rozanov ritiene che non appartengano alla categoria dei SWFs né le autorità monetarie che gestiscono le riserve in valuta per obiettivi di tipo macroeconomico, né i fondi pensione pubblici, tracciando la prima definizione per esclusione dell'oggetto trattato.

- Le modalità di *funding* dei SWFs: questi ultimi sono istituiti mediante trasferimento dello Stato di parte delle riserve in valuta in eccesso, derivanti o dalle esportazioni di materie prime (*commodity funds*) o dall'attuazione di particolari strategie miranti ad ottenere avanzi di partite correnti (*non-commodity funds*), oppure da trasferimenti di risorse finanziarie generate dal conseguimento di *surplus* fiscale.
- Le finalità perseguite: i SWFs possono essere istituiti per isolare i bilanci pubblici dall'eccessiva volatilità delle entrate (fondi di stabilizzazione), oppure per conservare la ricchezza per le generazioni future (fondi di risparmio), o anche per promuovere progetti economico-sociali (fondi di sviluppo)⁸⁴.

Il termine coniato da Rozanov ha posto le basi per un ampio dibattito in letteratura sulla qualificazione e definizione del fenomeno SWFs, ma tuttora non vi è una definizione universalmente accettata⁸⁵.

Si sono espressi al riguardo politici, accademici, centri studi di grandi banche, ma pare opportuno considerare *in primis* le definizioni proposte dalle organizzazioni internazionali. L'*Organization of Economic Development* (OECD)⁸⁶ non ha ancora assunto una precisa posizione sul piano definitorio; se nel 2007⁸⁷ ha definito i SWFs come veicoli di investimento governativi, le cui risorse finanziarie derivano da attività in valuta estera, ponendo pertanto evidenza alla provenienza delle

⁸⁴ Ai diversi obiettivi ricercati sono associate differenti *asset allocation*: più conservative per i fondi di stabilizzazione, maggiormente aggressive per i fondi di risparmio. Cfr ROZANOV A., *Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities*, Working Paper, State Street Global Advisors, 2007, pp 1-5.

⁸⁵ Bassan nel 2009 ha evidenziato come manchi ancora una definizione condivisa in letteratura di fondo sovrano, definizione che è necessaria per almeno due ordini di motivi: “*In primo luogo, appare evidente che decidere se -ed eventualmente come- regolare un fenomeno, non può prescindere da una sua preventiva qualificazione; in secondo luogo, misure specifiche che da un lato impongano vincoli all’attività dei fondi sovrani e dall’altro riducano la libertà degli Stati recipient di proteggere da investimenti di altri Stati particolari imprese o settori dell’economia, si giustificano solo se le peculiarità dei fondi sovrani sono tali da differenziarli in modo netto da altre tipologie di investitori*”. Cfr BASSAN F., “Una regolazione per i fondi sovrani”, *Mercato, concorrenza, regole*, n 1, 2009, p 99.

⁸⁶ L’OECD si occupa dell’implementazione di un codice di condotta per i Paesi *host*, ovvero ricettori di investimenti stranieri, in particolare effettuati da Stati sovrani; finora si è limitato a segnalare la rapida crescita dei SWFs, i principi a cui dovrebbero attenersi nell’effettuare investimenti in ambito internazionale e alcune problematiche relative a questo particolare veicolo di investimento (scarsa trasparenza, sicurezza nazionale). Cfr OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, 2008, pp 1-7.

⁸⁷ Cfr OECD, *International investment of sovereign wealth funds: are new rules needed?*, Investment Newsletter, 2007, n 5.

risorse, nel 2008⁸⁸ ha proposto due definizioni: una più ampia in cui i SWFs vengono definiti come *pool* di *assets* detenuti da un governo di uno stato sovrano⁸⁹, ed una maggiormente ristretta in cui vengono definiti come fondi i cui *assets* non sono riservati legislativamente a specifici scopi e che sono gestiti separatamente dalle riserve ufficiali, in modo tale da poter escludere alcune modalità di gestione della ricchezza statale quali le riserve ufficiali in valuta e i fondi pensione noti come SSRFs. Nel 2009⁹⁰ l'OECD rimanda alla definizione fornita dall' *International Working Group* che verrà successivamente trattata.

L'IMF (2008) invece ha definito i fondi sovrani in base agli obiettivi⁹¹, ovvero come fondi di investimento istituiti dal governo principalmente attraverso il trasferimento di riserve in valuta estera e gestiti mediante l'impiego in attività estere, con un orizzonte temporale di lungo periodo, per raggiungere una varietà di scopi di carattere macroeconomico. All'interno di questa categoria possono essere citate cinque tipologie di fondi, in base agli obiettivi perseguiti: i fondi di stabilizzazione, i fondi di risparmio per le future generazioni, le *reserve investment corporations*, i fondi di sviluppo, i fondi pensione pubblici⁹². Con questa definizione pertanto vengono posti in evidenza quattro elementi tipici dei SWFs, ovvero la proprietà governativa, le modalità di *funding* rintracciabili principalmente in trasferimenti di riserve in valuta, l'orizzonte temporale di medio-lungo termine e la pluralità di obiettivi perseguiti a cui corrispondono diverse tipologie di fondi⁹³.

Nel 2008 sempre l'IMF ha costituito l'*International Working Group* (IWG)⁹⁴, che ha definito i fondi sovrani come speciali veicoli di investimento detenuti dal governo, le cui risorse finanziarie sono impiegate attuando differenti strategie di investimento, tra cui l'investimento in attività

⁸⁸ Cfr OECD, *The relevance of the OECD Guidelines for Corporate Governance of State Owned Enterprises to the governance of state owned investment vehicles*, Working Group on Privatisation and Corporate Governance of State Owned Assets, 2008, pp 1-43.

⁸⁹ Seguendo tale impostazione verrebbero inclusi anche i fondi costituiti a livello sub-nazionale come l' *Alaska Permanent Fund* e l' *Alberta Heritage Fund* canadese, ma anche tutte le riserve ufficiali e i fondi pensione che reinvestono le risorse finanziarie provenienti dal gettito fiscale in attività domestiche. Cfr OECD, *The relevance of the OECD Guidelines for Corporate Governance of State Owned Enterprises to the governance of state owned investment vehicles*, cit, p 8.

⁹⁰ Cfr OECD, *Foreign Government-Controlled investors and recipient country investment policies: a scoping paper*, 2009, p 6.

⁹¹ L'IMF si occupa di regolamentare i SWFs con riferimento ai Paesi d'origine (*home states*); la definizione è stata proposta in INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda*, cit, pp 4-5.

⁹² I fondi pensione pubblici sembrano rispecchiare quelli che in precedenza sono stati definiti *Sovereign Pension Reserve Funds* (SPRFs), dato che l'IMF si esprime in tal modo: “*contingent pension reserve funds, which provide (from sources other than individual pension contributions) for contingent unspecified pension liabilities on the government's balance sheet*”. Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda*, cit, p 5.

⁹³ Bassan sottolinea che tale “*definizione non soddisfa pienamente, per almeno un duplice ordine di motivi. In primo luogo, perché la finalità dei fondi sovrani è proprio uno degli elementi in discussione, e non può dunque essere utilizzato come criterio distintivo. In secondo luogo perché la classificazione non differenzerebbe i fondi sovrani dalle altre forme di investimento simili dei governi*”. Cfr BASSAN F., “Una regolazione per i fondi sovrani”, *Mercato, concorrenza, regole*, cit, pp 105-106.

⁹⁴ L'*International Working Group* è un gruppo di lavoro composto dai rappresentanti dei principali fondi sovrani e da alcuni esponenti dell'IMF, che ha adottato un codice di condotta, noto come “I principi di Santiago”, i cui contenuti verranno analizzati successivamente.

finanziarie estere, al fine di conseguire obiettivi di carattere macroeconomico⁹⁵. In questa definizione viene evidenziato come l'impiego di risorse nei mercati finanziari esteri sia volto al raggiungimento di obiettivi di tipo finanziario, piuttosto che strategico: l'*asset allocation* del fondo viene stabilita seguendo i criteri di rischio-rendimento, mentre l'acquisizione di partecipazioni in imprese estere operanti in settori strategici non contraddistingue l'operato dei SWFs.

Anche in tal caso viene sottolineata l'eterogeneità dei veicoli di investimento statali appartenenti alla categoria SWFs, che rispecchiano quelli esaminati in precedenza, ma vi sono anche specifiche esclusioni, tra cui si evidenzia la gestione delle riserve in valuta effettuata dalle autorità monetarie, le *state-owned enterprises*, i fondi pensione dedicati agli impiegati pubblici⁹⁶.

L'esclusione di tali veicoli di investimento non è condivisa dalla letteratura in materia: Truman nel 2008⁹⁷ ha definito in modo allargato i SWFs come un insieme di *assets* detenuti o controllati dal governo, comprendendo in tal modo anche la gestione delle riserve in valuta estera, i fondi pensione pubblici e le *state owned enterprises*, ma riconoscendo anche che possono esistere definizioni più ristrette del fenomeno⁹⁸. Anche Balding nel 2008⁹⁹ concorda nel definirli in modo ampio, ricomprendendo tutte le categorie esaminate in precedenza; egli ritiene che i SWFs siano un *pool* di capitali controllati dal governo oppure veicoli di investimento governativi che investono in attività avendo come obiettivo rendimenti superiori al tasso *risk free*. In tale definizione si possono riscontrare tre peculiarità:

- L'inclusione nella categoria sia dei veicoli di investimento governativi con personalità giuridica autonoma, separati dallo Stato o dalle Banche Centrali, sia le entità non giuridicamente autonome (*pool of assets*)¹⁰⁰.

⁹⁵ Cfr INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices: "Santiago Principles"*, 2008, pp 1-52.

⁹⁶ Cfr IWG, *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices: "Santiago Principles"*, cit, p 3: "These exclude, inter alia, foreign currency reserve assets held by monetary authorities for the traditional balance of payments or monetary policy purposes, state-owned enterprises (SOEs) in the traditional sense, government-employee pension funds, or assets managed for the benefit of individuals".

⁹⁷ Cfr TRUMAN E., *The rise of Sovereign Wealth Funds: Impacts on Foreign Policy and Economic Interests*, Testimony before the Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, Washington, 2008, p 1: "The broadest definition of a Sovereign Wealth Fund is a collection of government-owned or government-controlled assets"; in un altro lavoro Truman si spinge a dire che "this mixture of motivations reinforces the case for considering sovereign wealth funds in a broader context of the external investment activities of governments"; cfr TRUMAN E., *Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability*, Policy brief, Peterson Institute, 2007, p 4.

⁹⁸ Cfr TRUMAN E., *The rise of Sovereign Wealth Funds: Impacts on Foreign Policy and Economic Interests*, cit., p 1: "Narrower definitions may exclude government financial or non financial corporations, purely domestic assets, foreign exchange reserves, assets owned or controlled by subnational governmental units, or some or all government pension fund".

⁹⁹ Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Fund*, Working paper, University of California, Irvine, p 10: "A Sovereign Wealth Fund is a pool of capital controlled by a government or government related entity that invests in assets seeking returns above the risk free rate of return".

¹⁰⁰ Una recente verifica empirica ha dimostrato che il 52% dei fondi hanno autonoma personalità giuridica, mentre il 48% restante sono costituiti come *pool* di *assets*, controllati dal Ministero delle Finanze e gestiti o dalla Banca Centrale o da un'altra entità. Della prima categoria fanno parte ad esempio il *Qatar Investment Authority*, l'*Abu Dhabi*

- La limitata importanza dell'*asset allocation* geografica nel definire un fondo sovrano: infatti sono compresi sia i fondi che impiegano le risorse finanziarie in attività estere sia quelli che investono in attività domestiche¹⁰¹.
- La ricerca di rendimenti superiori al *risk free-rate*, elemento che caratterizza maggiormente veicoli di investimento con orizzonti temporali a medio-lungo termine quali i fondi di risparmio, rispetto ai fondi di stabilizzazione, il cui portafoglio è tipicamente caratterizzato da strumenti finanziari con elevato grado di liquidità.

Una definizione allargata è fornita anche da Blundell-Wignall et al. nel 2008¹⁰² che definiscono i SWFs come *pools* di *assets* detenuti e gestiti direttamente o indirettamente dal governo per conseguire obiettivi nazionali, includendo nella categoria i fondi pensione pubblici istituiti e finanziati dal governo (i SPRFs esaminati in precedenza)¹⁰³, ma non i fondi pensione riconducibili al sistema di previdenza nazionale (i SSRFs).

La posizione della letteratura sull'inclusione dei fondi pensione pubblici all'interno dei SWFs non è unanime. A tal riguardo si segnala la posizione di Kimmitt nel 2008¹⁰⁴ che definisce i SWFs come veicoli di investimento governativi finanziati da trasferimenti di *assets* in valuta estera e gestiti separatamente dalle riserve ufficiali¹⁰⁵, con una maggiore tolleranza al rischio e una ricerca di

Investment Authority (entrambi costituiti in forma societaria e regolati dalla legge del Paese di appartenenza), il *Government of Singapore Investment Corporation* (una società a struttura pubblica, il cui azionariato è detenuto totalmente dallo Stato); alla seconda categoria appartengono l'*Economic and Social Stabilization Fund* cileno, il *Government pension Fund* norvegese, l'*Oil & Gas Fund* russo. Cfr HAMMER C., KUNZEL P., PETROVA I., *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*, IMF Working Paper, 2008, p 5; IWG, *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices: "Santiago Principles"*, cit, p 15; VITALI M.L., "Un codice di condotta per i fondi sovrani: i cd Santiago Principles", *Rivista delle Società*, n. 6, 2008.

¹⁰¹ Tale peculiarità trova riscontro nella verifica empirica effettuata da Balding, il quale dimostra che "*...countries use their SWF primarily to invest in their domestic economies, not make foreign investment*". Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Fund*, 2008, cit, p 33.

¹⁰² Cfr BLUNDELL-WIGNALL A., WEI HU-Y., YERMO J., *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, cit, pp 2-3. Accedono a definizioni ampie del fenomeno anche Weiss (2008) che definisce i SWFs come "*investment funds owned and managed by national government*", Beck e Fidora (2008), i quali ritengono che i SWFs siano "*broadly defined as public investment agencies which manage part of the (foreign) assets of national states*", salvo poi identificare altre peculiari caratteristiche di tali veicoli di investimento e Goldstein, Subacchi che li definiscono come "*un insieme di cespiti detenuti dal governo di uno stato sovrano*". Cfr WEISS M.A., *Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress*, CRS Report for Congress, Congressional Research Service, 2008, p 1; BECK R., FIDORA M., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, European Central Bank, Occasional Paper Series, n 91, 2008, p 6; GOLDSTEIN A., SUBACCHI P., *I fondi sovrani e gli investimenti internazionali- salvatori o sovvertitori?*, Rapporto ICE, 2007-2008, p 2.

¹⁰³ Anche Kern concorda nell' includere i fondi pensione pubblici all'interno della categoria dei SWFs di cui propone questa definizione: "*Sovereign Wealth Funds are financial vehicles owned by states which hold, manage or administer public funds and invest them in a wider range of assets of various kinds*". All'interno dei SWFs troviamo pertanto anche l'*Alaska Permanent Reserve Fund* e l'*Alberta Heritage Fund* (fondi pensione pubblici gestiti da stati federali), oltre il già citato *National pension reserve Fund* irlandese. Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 2007, pp 2-3.

¹⁰⁴ Cfr KIMMITT R.M., "Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy", 2008, cit, p 120.

¹⁰⁵ Una simile definizione è fornita dal sottosegretario americano per gli Affari Internazionali Clary Lowery, per il quali i fondi sovrani sono "*a government investment vehicle which is funded by foreign exchange assets, and which manages*

rendimenti più elevati rispetto alla gestione delle riserve stesse. Pertanto sembra non includere all'interno dei SWFs né le riserve internazionali, in quanto investite in “*highly liquid and marketable securities*”¹⁰⁶, né i fondi pensione pubblici che tipicamente sono finanziati in valuta locale ed investono prevalentemente in attività domestiche, né le *state owned enterprises*¹⁰⁷.

Alcuni autori ricorrono esplicitamente ad una definizione del fenomeno per negazione, ponendo come punto di partenza l'intera gamma di veicoli con cui lo stato gestisce le proprie ricchezze: Gilson e Milhaupt¹⁰⁸ ad esempio definiscono i SWFs come tutti i veicoli di investimento statali ad esclusione delle Banche Centrali o Autorità Monetarie che gestiscono le riserve in valuta e dei fondi pensione pubblici, a meno che non siano finanziati da esportazioni di materie prime¹⁰⁹, includendo in tal modo i fondi di stabilizzazione, i fondi di risparmio e le *reserve investment corporations*, mentre più incerta è l'inclusione delle *state owned enterprises*.

Un altro gruppo di autori, ritenendo difficile distinguere tra le differenti modalità di gestione di ricchezza statale¹¹⁰, forniscono una definizione maggiormente dettagliata dei SWF, individuandone una serie di caratteristiche che li identificano. A tal proposito Jen (2007)¹¹¹ ritiene che i SWFs debbano essere:

1. Veicoli di investimento governativi;
2. Con alta esposizione in valuta estera;
3. Privi di passività esplicite;
4. Dotati di elevata propensione al rischio¹¹²;

these assets separately from official reserves”. Cfr LOWERY C., *Remarks by Acting Under Secretary for International Affairs Clay Lowery on Sovereign Wealth Funds and the International Financial System*, San Francisco, 2007, hp 471.

¹⁰⁶ Cfr KIMMITT R.M., “Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy”, cit, p 120.

¹⁰⁷ Con riferimento a questa distinzione Bassan sottolinea come “*nell'illustrare gli elementi distintivi delle varie tipologie, l'autore della classificazione riconosce che alcune di queste possono mescolarsi, riducendo così la rilevanza della ricostruzione; ad esempio i fondi pensione possono utilizzare i fondi sovrani (e viceversa) per investimenti all'estero*”. Cfr BASSAN F., “Una regolazione per i fondi sovrani”, *Mercato, concorrenza, regole*, cit, p 104.

¹⁰⁸ Cfr GILSON R.J., MILHAUPT C. J., *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Merchantilism*, Law and Economics working paper, febbraio 2008, p 13; paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

¹⁰⁹ Accede a questa impostazione anche Lyons (Chief Economist di Standard Chartered) che sottolinea come “*the SWFs that we have included fulfill the following criteria: owned by a sovereign nation state, rather than a regional or local state entity; not national pension funds, unless these are financed directly by foreign exchange assets generated by commodity exports; not central banks or authorities that perform roles typical of a central bank, even these organizations also manage foreign exchange assets*”. Cfr LYONS G., *State Capitalism: The rise of Sovereign Wealth Funds*, Working paper, Standard Chartered, 2007, p 23.

¹¹⁰ Jen nel 2007 evidenzia come “*There are close cousins of SWFs. Official reserves are related to SWFs, as sovereign pension funds. These three categories of public funds have different characteristics, but are not necessarily mutually exclusives. Rather than providing a more precise definition of SWFs, I believe that it would be more accurate to describe what these funds are in a diagram*”. Cfr JEN S., *The definition of SWFs*, Morgan Stanley Global Research, 2007, p 2

¹¹¹ Cfr JEN S., *The definition of SWFs*, Morgan Stanley, 2007, cit., p 2.

¹¹² L'elevata propensione al rischio è considerato elemento qualificante di un SWF anche da Gieve (2008): “*what I have in mind is a government investment vehicle that manages foreign assets with a higher risk tolerance and higher expected returns than for central bank foreign currency reserves*”. Cfr GIEVE J., “Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances”, *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2008, p 196.

5. Aventi lunghi orizzonti temporali di investimento.

Analizzando le caratteristiche citate, si può sottolineare come, senz'altro, la gestione delle riserve in valuta non sia contemplata all'interno dei SWFs, data la totale esposizione in valuta estera (100%), e non solamente prevalente; con il primo punto e il terzo l'autore tende a distinguere i SWFs da altri veicoli di investimento, solitamente non controllati dai governi, quali gli *hedge funds*, che presentano spesso un elevato grado di leva finanziaria¹¹³. Con specifico riferimento al terzo e quarto punto Jen tende a distinguere i SWFs dai fondi pensione pubblici, che hanno degli obblighi nei confronti degli aderenti e che spesso si caratterizzano per una bassa propensione al rischio: mentre i SSRFs sono esclusi dalla definizione dato il loro portafoglio costituito prevalentemente da attività domestiche, la questione è più complessa per i SPRFs, dato che presentano attività estere in portafoglio, non hanno espliciti obblighi previdenziali, ma forse hanno una tolleranza al rischio minore rispetto ai SWFs.

Tali elementi rischiano peraltro di non includere alcuni veicoli di investimento statali: si pensi ad esempio ai fondi di stabilizzazione, che tipicamente investono con orizzonti temporali di breve periodo e con una bassa propensione al rischio¹¹⁴, ma anche ad alcune *reserve investment corporations* che hanno effettuato emissioni obbligazionarie (si veda Temasek), e che da un lato l'autore considera SWFs, ma dall'altro possiedono passività esplicite, pur non connesse ad obblighi previdenziali.

Monk nel 2009¹¹⁵ propone una definizione articolata in tre punti che sembra risolvere il problema dell'inclusione dei fondi di stabilizzazione, ma non quello delle passività esplicite. Ritene che i fondi sovrani siano:

1. Fondi di investimento detenuti e controllati dal governo (direttamente o indirettamente);
2. Privi di passività esplicite e di beneficiari esterni (al di là del governo o dei cittadini);
3. Con orizzonti temporali di breve o lungo termine, a seconda degli obiettivi governativi.

In tale definizione, oltre ai concetti esaminati in precedenza (quali la proprietà governativa) vi è una mancanza di riferimento alle fonti di risorse finanziarie, in modo tale da non vincolare il fenomeno SWFs esclusivamente al trasferimento delle riserve in valuta¹¹⁶, né vi è un cenno all'*asset allocation*, che in tal modo può essere focalizzata in territorio domestico o estero. Se si esamina

¹¹³ Con riferimento in particolare ad alcune strategie degli *hedge funds*, si può dire che questi veicoli di investimento siano dotati di elevata propensione al rischio, e abbiano orizzonti temporali di investimento a breve termine. L'argomento verrà approfondito nel momento in cui si confronteranno i SWFs agli altri investitori istituzionali.

¹¹⁴ L'esclusione dei fondi di stabilizzazione è esplicita ad esempio per Aizenman e Glick che definiscono i SWFs come "*saving funds controlled by sovereign governments that hold and manage foreign assets*". Cfr AIZENMAN J., GLICK R., *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about Their Determinants and Governance*, 2008, cit, p 1.

¹¹⁵ Cfr MONK A.H.B., *Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, legitimacy, and Governance*, University of Oxford, 2009, p 10; paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

¹¹⁶ In precedenza è stato sottolineato come alcuni veicoli di investimento governativi fossero alimentati non solo dal trasferimento di riserve in valuta, ma anche da trasferimenti fiscali; *Temasek Holding* ne è un esempio.

l'orizzonte temporale si può notare come vengano inclusi sia i fondi di stabilizzazione, orientati al breve termine, sia i fondi di risparmio che le *reserve investment corporations*, orientati al medio-lungo termine.

Con riferimento al secondo punto l'autore spiega l'assenza di passività esplicite, considerando che le obbligazioni emesse per le operazioni di sterilizzazione non sono passività governative, ma risultano essere debiti presenti all'interno del bilancio nazionale¹¹⁷; mentre i fondi di investimento che hanno passività connesse ad obblighi previdenziali (SSRFs) sono esclusi dalla definizione. Anche in tal caso le *reserve investment corporations* che si finanziano anche attraverso emissioni obbligazionari verrebbero escluse dalla definizione. Viene introdotta la questione dei beneficiari esterni, riscontrabili nel governo e nei cittadini nel complesso, a testimonianza del fatto che tali veicoli di investimento non sono gestiti a beneficio di specifici individui¹¹⁸.

Una definizione simile alle precedenti è riportata da Monitor Group et al.(2008)¹¹⁹ che considera i SWFs come veicoli di investimento¹²⁰ che:

1. Sono detenuti direttamente da uno Stato sovrano;
2. Sono gestiti in modo indipendente rispetto ad altre istituzioni finanziarie statali;
3. Sono privi di passività esplicite di natura previdenziale;
4. Investono in un'ampia gamma di attività finanziarie secondo un'ottica di ottimizzazione del binomio rischio-rendimento;
5. Hanno un portafoglio di attività prevalentemente estere.

Considerando questi cinque punti il problema delle passività esplicite sembra essere risolto, dato che vi è uno specifico riferimento agli obblighi di natura previdenziale; ma permane il problema dell'inclusione dei fondi di stabilizzazione, che non sempre perseguono logiche di ottimizzazione del rendimento atteso¹²¹ e quello relativo all'inclusione dei fondi sovrani degli Emirati Arabi Uniti, organizzati a livello di federazione piuttosto che di stato, i quali si presuppone abbiano una capacità decisionale simile ad un'autorità sovrana. Con riferimento al secondo punto vengono esplicitamente esclusi i fondi i cui patrimoni non sono separati da quello delle rispettive Banche Centrali (SAMA

¹¹⁷ Cfr MONK A.H.B., *Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, legitimacy, and Governance*, cit, p 9: "The point is that SWFs have no outside (non-governmental) liabilities...SWFs have no external creditor....SWFs liabilities (if they have any) are part of the broader national balance sheet".

¹¹⁸ Questo pone anche problemi relativi alla *corporate governance* del fondo e connessi alla teoria dell'agenzia che verranno successivamente esaminati.

¹¹⁹ Cfr MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, SWF Annual Report 2008, aprile 2009, pp 6-7.

¹²⁰ In un successivo lavoro Bortolotti et al. nel 2009, con riferimento alla definizione elaborata da Monitor Group, sottolineano come un SWF sia "an investment fund rather than an operating company"; in tal modo sembrerebbero escluse dall'universo le *state owned enterprises*. Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, Nota di lavoro, Fondazione Enrico Mattei, 2009, p 2.

¹²¹ Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., 2009, cit, p 3: "It is also difficult to define which of the many national stabilization funds meet the risky-asset investment and commercial return criteria, so we use a self-selection test and include as SWFs those stabilization that signed the Santiago Principles in October 2008".

ne è un esempio), mentre permane il problema relativo alla prevalenza di *asset* esteri, non riscontrabile in alcune tipologie di fondi quali ad esempio *Temasek* o *Mubadala*.

Un altro gruppo di definizioni risultano concentrarsi maggiormente sulla provenienza delle risorse e sul portafoglio di attività finanziarie detenute: tra queste è doveroso citare il *SWF Institute*¹²² che definisce i fondi sovrani come fondi di investimento detenuti dallo stato che impiegano le risorse finanziarie, provenienti da attività in valuta estera¹²³, in una vasta gamma di strumenti finanziari, tra i quali si possono citare azioni, obbligazioni, *real estate*. Puntualmente vengono poi individuate le categorie che sono esplicitamente escluse dalla nozione di SWFs, ovvero la gestione delle riserve in valuta estera effettuata dalle Banche Centrali, le *state owned enterprises*, i fondi pensione dedicati agli impiegati governativi, o le attività gestite che hanno come beneficiari specifici individui¹²⁴. In tal caso il *SWF Institute* con una definizione basata congiuntamente sul *funding* e sul portafoglio di attività del fondo vengono incluse implicitamente tutte le modalità di gestione della ricchezza statale, salvo poi escludere puntualmente alcune categorie che potrebbero presentare le medesime caratteristiche dell'aggregato: si pensi alla gestione delle riserve in valuta estera che possono presentare anche portafogli maggiormente propensi al rischio e le cui risorse provengono da *surplus* della bilancia dei pagamenti.

Altri autori ricorrono a definizioni maggiormente focalizzate su alcuni aspetti relativi ai SWFs; Bassan (2009)¹²⁵ ad esempio, sottolineando l'importanza di una precisa definizione ai fini di un'accurata regolamentazione, e ritenendo che uno dei timori principali degli Stati che ricevono investimenti da parte dei SWFs (*host states*) sia rappresentato dall'acquisizione di partecipazioni in imprese operanti in settori strategici, al fine di acquisirne il controllo, definisce i fondi sovrani come:

1. fondi costituiti e gestiti direttamente dallo Stato (o comunque controllati dallo Stato);

¹²² Cfr SWF INSTITUTE, *What is a SWF?*, 2009, disponibile sul sito <http://www.swfinstitute.org>. Si possono inserire all'interno di tale gruppo anche McKinsey (2008) che definisce i SFWs in relazione al portafoglio di attività finanziarie posseduto: "*Sovereign Wealth Funds have diversified portfolios that range across equity, fixed income, real estate, bank deposits and alternative investments, such as hedge funds and private equity*"; allo stesso modo la Commissione Europea (2008) si riferisce ai SWFs come "*state owned investment vehicles, which manage a diversified portfolio of domestic and International financial assets*"; ma anche Siniscalco (2008) considerando anche la provenienza delle risorse finanziarie, li considera come "*veicoli di investimento creati dai governi, alimentati dai surplus delle bilance dei pagamenti, che gestiscono le risorse in modo separato e generalmente più aggressivo rispetto alle riserve delle banche centrali*". Cfr FARREL D., LUND S., *The new role of oil wealth in the world economy*, McKinsey on Finance, 2008, p 4; EUROPEAN COMMISSION, *A common approach to Sovereign Wealth Funds*, Communication from the Commission to the European Parliament, 2008, par 2.1; SINISCALCO D., "Governi alle porte: crisi del credito e fondi sovrani", *Mercato, Concorrenza, Regole*, n 1, 2008, p 76.

¹²³ Cfr SWF INSTITUTE, *What is a SWF?*, 2009, cit: "*These assets can include: balance of payments surpluses, official foreign currency operations, the proceeds of privatizations, fiscal surpluses, and/or receipts resulting from commodity exports*".

¹²⁴ Sembrano appoggiare questa definizione anche DAS U. S., LU Y., MULDER C., SY A., *Setting up a sovereign wealth fund: some policies and operational consideration*, IMF Working Paper, 2009, p 10.

¹²⁵ Cfr BASSAN F., "Una regolazione per i fondi sovrani", *Mercato, concorrenza, regole*, cit, 2009, p 110.

2. che adottano molteplici strategie di investimento, tra cui l'acquisizione di azioni emesse da imprese quotate sui mercati internazionali e operanti in settori strategici.

In tal modo l'autore include tutte le modalità di gestione della ricchezza statale esaminate in precedenza (primo punto) e si riferisce in particolare a quei veicoli di investimento che presentano profili di rischio tali da dover essere sottoposti a una specifica regolamentazione.

La *review* delle definizioni fin qui effettuata consente di apprezzare punti di forza e di debolezza di ogni posizione: sembra che tra le varie modalità di gestione della ricchezza statale vengano escluse dalla categoria dei SWFs, dalla maggior parte della letteratura:

1. La gestione delle riserve in valuta effettuata dalle Banche Centrali per finalità di tipo macroeconomico, tra cui la gestione del tasso di cambio in regime di cambi fissi;
2. Le *state owned enterprises*, società per azioni in cui lo Stato è maggior azionista, che detengono sì un portafoglio ben diversificato di partecipazioni anche a livello internazionale, ma che perseguono un preciso oggetto sociale ed operano in settori strategici in ottica domestica;
3. I SSRFs che hanno specifici obblighi di natura previdenziale e sono finanziati principalmente dai contribuenti.

La posizione sulle modalità di *funding*, sugli orizzonti temporali di investimento, sul portafoglio di attività e sugli obiettivi perseguiti è molto variegata. La proposta definitoria di chi scrive è la seguente. I SWFs possono essere considerati particolari veicoli di investimento che:

1. Sono costituiti e controllati da uno Stato, anche a livello federale;
2. Raccolgono risorse finanziarie principalmente, ma non unicamente, attraverso trasferimenti di eccessi di riserve in valuta estera;
3. Possono emettere passività esplicite al fine di operare con leva finanziaria¹²⁶;
4. Hanno un'*asset allocation* e un orizzonte temporale estremamente diversificati a seconda degli obiettivi perseguiti.

Con riferimento al primo punto si cerca di sottolineare la proprietà statale dei fondi sovrani, in modo tale da poterli differenziare dai veicoli di investimento privati, come i fondi di *private equity* o gli *hedge funds*. La loro costituzione può anche avvenire a livello federale, in modo tale da includere nell'universo anche i fondi degli Emirati Arabi Uniti e i fondi costituiti a livello sub-nazionale (come l'*Alaska Permanent Fund* e l'*Alberta Heritage Fund* canadese), mentre non costituiscono una discriminante né la forma giuridica (è indifferente che siano *pool* di *assets* o veicoli di investimento autonomi), né la gestione delle risorse, che può essere affidata a manager

¹²⁶ Coerentemente con l'impianto logico del presente lavoro, si considerano tutte le passività, ad esclusione di quelle di carattere previdenziale, tipiche degli SSRFs.

esterni (come nel caso del *Korea Investment Corporation*), o ad una Banca Centrale (come nel caso della SAMA); l'importante è che lo Stato controlli le attività del fondo, non necessariamente attraverso rappresentanti governativi all'interno del consiglio di amministrazione del fondo stesso, in modo tale che siano coerenti con le linee guida definite *ex-ante*.

Se ci si sofferma sul secondo punto, si analizzano in particolare alle modalità di *funding*: la costituzione dei SWFs avviene principalmente attraverso il trasferimento di riserve in valuta estera¹²⁷ accumulate grazie alla vendita di materie prime (fondi *commodity*), o al perseguimento di una strategia di tipo *export-led* (fondi *non-commodity*); ma vi sono anche fondi costituiti attraverso trasferimenti di risorse finanziarie da parte del governo provenienti o da una robusta politica fiscale, in cui ad incrementi della tassazione sono associati restringimenti della spesa pubblica, oppure o dall'attuazione di operazioni di privatizzazione (*Temasek Holdings*).

Con il terzo punto si cercano di sottolineare due elementi: da un lato l'esclusione dall'universo dei fondi sovrani dei SSRFs, ovvero i fondi pensione pubblici facenti parte del sistema previdenziale nazionale (ad esempio il *Japan's Government Investment Fund*), che hanno specifiche passività di carattere previdenziale e la conseguente inclusione dei SPRFs quali il *Government Pension Fund's* norvegese che non hanno specifiche passività nei confronti dei contribuenti; dall'altro, con la limitazione alle passività di natura previdenziale, si possono includere anche i veicoli di investimento che ricorrono frequentemente alle emissioni obbligazionarie, sia in territorio domestico per finalità di sterilizzazione (*China Investment Corporation*), sia in ambito internazionale per ampliare la propria raccolta di risorse finanziarie (*Temasek Holding, Dubai World*). Ciò ha comportato il raggiungimento da parte di alcuni SWFs di un elevato livello di *leverage* che ha avuto ripercussioni in ottica non solo domestica¹²⁸.

Il quarto punto consente di includere tra i SWFs non solo i fondi di risparmio con strategie di investimento ed orizzonti temporali a medio-lungo termine coerentemente con gli obiettivi di trasferimento della ricchezza in ottica intergenerazionale, ma anche i fondi di stabilizzazione che hanno un *focus* di breve termine, con un portafoglio formato da strumenti finanziari dotati di un grado di rischio rendimento molto basso (tipicamente strumenti del mercato monetario ed obbligazionario con bassa *duration*) e facilmente smobilizzabili, dato l'obiettivo di isolare il bilancio pubblico da un'eccessiva volatilità delle entrate connesse alle variazioni dei prezzi delle materie prime. In tal modo non vengono esclusi *a priori* né i fondi con un'*asset allocation*

¹²⁷ In tal modo viene implicitamente esclusa dalla definizione dei SWFs la gestione delle riserve in valuta estera operata dalle Banche Centrali: qui si fa esplicito riferimento all'eccesso di riserve in valuta, rispetto agli obiettivi macroeconomici perseguiti dalle autorità monetarie (ad esempio la gestione del tasso di cambio in regimi di cambi fissi).

¹²⁸ Il caso *Dubai World* ne è un esempio che verrà approfondito successivamente.

internazionale, né i fondi con un'*asset allocation* domestica, focalizzata allo sviluppo delle infrastrutture del Paese (*development funds*).

Da tale definizione, ne deriva che i SWFs considerati in questo lavoro sono i seguenti (nella tabella 5 vengono ordinati per ordine alfabetico del Paese d'origine).

Tabella 5

Elenco dei fondi sovrani che rientrano nella definizione accolta nel presente lavoro

(asset under management stimato a dicembre 2010)

Paese/Entità Subnazionali federali	Nome del fondo	Data di costituzione	Asset Under Management (US \$ mld)
Algeria	Algeria Revenue Regulation Fund	2000	56,7
Arabia Saudita	Public Investment Fund	2008	5,3
Arabia Saudita	SAMA	1952	439,1
Australia	Australian Future Fund	2004	72,9
Azerbaijan	State Oil Fund	1999	21,7
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	2006	9,1
Bahrain	The Future Generations Reserve Fund	2006	-
Botswana	Pula Fund	1994	6,9
Brazil	Sovereign Fund of Brazil	2009	8,6
Brunei	Brunei Investment Authority	1983	30
Canada	Alberta's Heritage Fund	1976	14,4
Cile	Economic and Social Stabilization Fund	2006	21,8
Cile	Pension Reserve Fund	2006	1,4
Cina	China-Africa Development Fund	2007	5
Cina	China Investment Corporation	2007	332,4
Cina	National Social Security Fund	2000	146,5
Corea del Sud	Korea Investment Corporation	2005	37
Emirati Arabi Uniti (Abu Dhabi)	Abu Dhabi Investment Authority	1976	627
Emirati Arabi Uniti (Abu Dhabi)	Abu Dhabi Investment Council	2007	-
Emirati Arabi Uniti (Abu Dhabi)	Emirates Investment Authority	2007	-
Emirati Arabi Uniti (Abu Dhabi)	International Petroleum Investment Company	1984	48,2
Emirati Arabi Uniti (Abu Dhabi)	Mubadala Development Company	2002	13,3
Emirati Arabi Uniti (Abu Dhabi)	RAK Investment Authority	2005	1,2
Emirati Arabi Uniti (Dubai)	DIFC Investment (Company) LLC	2004	-
Emirati Arabi Uniti (Dubai)	Investment Corporation of Dubai	2006	19,6

Emirati Arabi Uniti (Dubai)	Dubai World	2006	-
Emirati Arabi Uniti (Dubai)	Istithmar World	2003	11,6
Francia	Strategic Investment Fund	2008	28
Francia	Pension Reserve Fund	2000	51
Hong Kong	Hong Kong Monetary Authority Investment Portfolio	1993	292,3
Indonesia	Government Investment Unit	2006	0,3
Iran	Oil Stabilization Fund (o National Development Fund)	1999	23
Iraq	Development Fund for Iraq	2003	8
Irlanda	National Pension Reserve Fund	2001	33
Kazakistan	Kazakhstan National Fund	2000	38,6
Kiribati	Revenue Equalization Reserve Fund	1956	0,4
Kuwait	Kuwait Investment Authority	1953	202,8
Libia	Libyan Investment Authority	2006	70
Malesia	Khazanah Nasional	1993	36,8
Mauritania	National Fund for Hydrocarbon Reserves	2006	0,3
Nuova Zelanda	New Zealand Superannuation Fund	2003	12,1
Nigeria	Excess Crude Fund	2004	0,5
Norvegia	Government Pension Fund-Global	1990	556,8
Oman	Oman Investment Fund	2006	-
Oman	State General Reserve Fund	1980	8,2
Qatar	Qatar Investment Authority	2005	85
Russia	Oil & Gas Fund	2004	157
Singapore	Government of Singapore Investment Corporation	1981	247,5
Singapore	Temasek Holdings	1974	145,3
Timor-East	Timor Leste Petroleum Fund	2005	6,3
Trinidad & Tobago	Heritage and Stabilization Fund	2000	2,9
USA	Alaska Permanent Fund	1976	39,7
USA	New Mexico State Investment Council	1958	13,8
USA	Permanent Wyoming Mineral Trust Fund	1974	4,7
Venezuela	Investment Fund for Macroeconomic Stabilization	1998	0,8
Vietnam	State Capital Investment Corporation	2006	0,5

Fonte: rielaborazione da SWFS INSTITUTE; FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, cit, 2009; FEEM, *Back on Course*, SWF Annual Report 2009, KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, cit, 2007.

Tale tabella ci consente di identificare il Paese d'origine dei singoli SWFs, la data di costituzione e l'*asset under management*; questi tre elementi saranno analizzati con maggior dettaglio nei seguenti paragrafi, partendo dall'evoluzione storica di tale fenomeno.

1.4 Origini e tratti evolutivi dei Fondi Sovrani

I primi fondi sovrani sono stati costituiti negli anni '50, periodo in cui i governi dei Paesi produttori di petrolio hanno iniziato ad imporre elevate tasse connesse al prezzo del petrolio stesso alle imprese multinazionali operanti nel settore energetico¹²⁹, in particolare nella raffinazione della materia prima finalizzata alla produzione di prodotti distillati, quali la benzina¹³⁰; ciò ha consentito un incremento rilevante delle entrate statali in tali Paesi, elemento fondamentale per la nascita e il successivo sviluppo dei SWFs. Se analizziamo l'area medio-orientale, possiamo notare come l'Arabia Saudita sia stato il primo Paese ad innalzare del 50% la tassa connessa alla vendita di barili di petrolio alle imprese operanti nella raffinazione, incrementando le entrate statali del 100% in un anno (dal 1950 al 1951)¹³¹. Nel 1952 venne fondata SAMA, la Banca Centrale dell'Arabia Saudita, con il duplice scopo di fornire liquidità al sistema e di gestire l'elevato ammontare di riserve in valuta estera provenienti dalla vendita del petrolio; dato che SAMA, successivamente al continuo incremento delle entrate petrolifere, si occupa anche della gestione delle riserve in valuta estera in eccesso rispetto agli obiettivi macroeconomici perseguiti, secondo la definizione riportata in questo lavoro può rappresentare il primo SWF¹³².

Successivamente all'Arabia Saudita, anche il Kuwait impose una tassa legata all'esportazione del petrolio, incrementando notevolmente le entrate derivanti dall'esportazione della suddetta materia

¹²⁹ Cfr PETRAS F.J., SMITH S., MORLEY H.M., *The Nationalization of Venezuelan Oil*, ed. Praeger, New York, 1977; TETREAULT M. A., *The Kuwait Petroleum Corporation and the Economics of the New World Order*, ed. Quorum Books, Westport, 1995.

¹³⁰ A tal riguardo si può citare come esempio il Venezuela che a metà degli anni '40 ha innalzato del 50% la tassa su ogni barile di petrolio venduto, incrementando le entrate statali del 920% in dieci anni. Cfr TUGWELL F., *The politics of oil in Venezuela*, University Press, Stanford, 1975, p. 167. Ciò ha contribuito allo sviluppo delle medesime politiche anche nei Paesi del Medio-Oriente, quali Arabia Saudita e Kuwait.

¹³¹ Cfr YOUNG N.A., *Saudi Arabia: The Making of a Financial Giant*, New York University Press, New York, 1983, p. 21.

¹³² La SAMA non è universalmente considerata come primo fondo sovrano della storia: mentre Truman (2008) e Blundell et al. (2008) la considerano come fondo sovrano, Kimmitt (2008) e Bortolotti et al. (2009) non la inseriscono all'interno della categoria, ritenendo che il primo fondo sovrano sia il *Kuwait Investment Board* per il primo e il *Revenue Equalisation Reserve Fund* di Kiribati per il secondo (dato che nel 1953 il Kuwait era una colonia britannica). Cfr TRUMAN E.M., *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, Policy Brief, Peterson Institute for International Economics, 2008, p. 1-21; BLUNDELL-WIGNALL A., WEI HU-Y., YERMO J., *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, cit, 2008; KIMMITT R.M., "Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy", cit, 2008; BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, cit, 2009.

prima. Nel 1953 fu istituito il *Kuwait Investment Board*¹³³ con lo scopo di investire i proventi derivanti dalla vendita del petrolio al fine di ridurre la dipendenza dello stato da una risorsa non rinnovabile e trasferire parte della ricchezza della nazione alle generazioni future.

Proseguendo nell'analisi possiamo citare il fondo sovrano costituito nel 1956 dall'amministrazione coloniale britannica delle isole Gilbert- poi trasformatesi nel 1979 nella Repubblica di Kiribati-, il *Revenue Equalisation Reserve Fund*¹³⁴, il cui obiettivo era quello di gestire i proventi derivanti dalle miniere di fosfato. Nonostante la dimensione piccola del fondo in questione rispetto agli altri *commodity funds* (circa \$400 mln di *asset under management*), vi è da segnalare l'importante ruolo esercitato con riferimento all'economia nazionale: infatti questo fondo è una delle principali fonti di reddito per la nazione, dato che le sue attività nel 2008 risultavano essere sei volte più grandi del PIL della nazione¹³⁵ e dalla nascita hanno fornito un rendimento medio del 33%.

Questi tre fondi analizzati appartengono a quella che si può definire la fase di nascita¹³⁶ dei SWFs, che caratterizza il periodo 1953-1973 e vede come principali attori i fondi *commodity*: infatti in questo *range* temporale è stato costituito, attraverso trasferimenti fiscali, un solo fondo *non-commodity*, il *New Mexico State Investment Council* (1958)¹³⁷.

Il periodo successivo (1974-1981) è caratterizzato da una fase di espansione dei SWFs. Dagli inizi degli anni '70 il prezzo del petrolio ha subito un rapido incremento fino a raggiungere i 35 dollari al barile nel 1979 (valore di circa 80 dollari in termini reali) partendo dai 5 dollari al barile dei primi anni '70), grazie alla sempre maggiore influenza esercitata dai Paesi membri dell'OPEC e al verificarsi di alcuni eventi di carattere geopolitico¹³⁸. Ciò ha consentito un crescente accumulo di ricchezza da parte dei Paesi esportatori di petrolio e il conseguente trasferimento della stessa in

¹³³ Il *Kuwait Investment Board* diventerà nel 1965 il *Kuwait Investment Office*, una sussidiaria del *Kuwait Investment Authority*, che oggi gestisce la maggior parte del *Future Generation Fund*, a cui lo stato trasferisce il 10% dei proventi derivanti dalla vendita del petrolio.

¹³⁴ Cfr OSSERVATORIO EUROPEAN BANKING REPORT, *Fondi Sovrani: ruolo, prospettive di sviluppo e posizione dei principali paesi e organismi internazionali*, ABI, 2008, p 7.

¹³⁵ Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, cit, 2009, p 7.

¹³⁶ Cfr BRAUNSTEIN J., *Sovereign Wealth Funds, The Emergence of State Owned Financial Power Brokers*, 2009, cit, p 33.

¹³⁷ La natura del *New Mexico State Investment Council* (o *New Mexico Permanent Trust Funds*) è ibrida, dato che è composto a sua volta da tre fondi: il *Land Grant Permanent Fund*, il *Severance Tax Permanent Fund* e il *Tobacco Settlement Permanent Fund*. Le risorse finanziarie del primo provengono dai canoni di *leasing* ricevuti dallo Stato a fronte della concessione dello sfruttamento delle risorse minerali, mentre il secondo e il terzo fondo sono stati costituiti attraverso il trasferimento di risorse finanziarie provenienti rispettivamente dalla tassazione sull'estrazione di risorse naturali e da un accordo legale con le imprese produttrici di tabacco. Pertanto se può essere classificato come fondo *non-commodity*, a causa delle modalità di *funding* (trasferimenti fiscali), è altrettanto vero che è un veicolo di investimento legato allo sfruttamento di materie prime (risorse minerali). Cfr <http://www.swfinstitute.org>.

¹³⁸ Si fa specifico riferimento alle crisi energetiche del 1973 e del 1979, causate rispettivamente dall'interruzione dell'offerta di petrolio da parte dei Paesi Opec a fronte delle persistenti tensioni medio-orientali, sfociate nella guerra del Kippur, e dalla rivoluzione iraniana del 1979. Per un maggiore approfondimento sull'andamento del prezzo del petrolio in quegli anni rapportato alla domanda ed offerta globale si veda CAMPBELL C.J., LAHERRÈRE J.H., "The End of Cheap Oil", *Scientific American*, marzo 1998, pp 78.83.

veicoli di investimento di nuova costituzione. In tale periodo numerosi Paesi hanno costituito fondi sovrani al fine di gestire l'elevato ammontare di risorse finanziarie provenienti dall'incremento dei prezzi dell'oro nero: nel 1976 ad esempio è stato istituito l'*Abu Dhabi Investment Authority* negli Emirati Arabi Uniti¹³⁹, stessa data di costituzione dell'*Alberta Heritage Fund* canadese e dell'*Alaska Permanent Fund* negli USA, mentre nel 1981 è stata costituita la *Lybian Investment Authority*.

Nel medesimo periodo a Singapore sono stati istituiti due tra i più importanti fondi *non-commodity*, ovvero *Temasek Holdings* nel 1974 e il *Government of Singapore Investment Corporation* nel 1981, il primo con l'iniziale obiettivo di gestire le partecipazioni governative in imprese locali, salvo poi sviluppare la propria strategia di investimento in tutta l'area del Sud-est asiatico fino ad approdare nei Paesi sviluppati, il secondo con l'obiettivo di gestire le riserve in valuta estera in eccesso al fine di ottenere maggiori rendimenti derivanti dal loro impiego.

Nel periodo 1982-1999 si registra una diminuzione del prezzo del petrolio, ad eccezione del 1990, a cui non segue un vero e proprio declino nella costituzione dei SWFs: alcuni autori¹⁴⁰ ritengono che questa sia una fase di stagnazione del fenomeno e di modesta crescita degli *assets* controllati dai fondi sovrani (soprattutto se si considerano i SWFs costituiti nei Paesi OCSE), ma vi è da sottolineare comunque la nascita di alcuni importanti attori, dal lato *commodity*, come ad esempio il *Brunei Investment Authority* nel 1983, l'*Economic and Social Stabilization Fund* cileno nel 1985 e il *Government Pension Fund* norvegese nel 1990. Con riferimento ai fondi *non-commodity* vi è da segnalare unicamente la costituzione del *Khazanah Nasional* malese al fine di impiegare le risorse provenienti da operazioni di privatizzazione di imprese statali in investimenti di tipo strategico principalmente volti allo sviluppo delle infrastrutture malesi¹⁴¹.

Nel periodo intercorrente tra l'inizio del nuovo millennio e la crisi finanziaria riconducibile ai mutui *subprime* (2000-2007) si è registrata una nuova fase di espansione dei SWFs, grazie ai fenomeni analizzati in precedenza quali il repentino incremento dei prezzi delle materie prime che ha favorito la nascita di fondi *commodity*, mentre la manifestazione delle crisi finanziarie associata all'implementazioni di particolari strategie volte all'accumulazione di riserve ha favorito lo

¹³⁹ Inizialmente l'*Abu Dhabi Investment Authority* aveva come obiettivo l'investimento della ricchezza proveniente dall'incremento dei prezzi petroliferi in strumenti finanziari caratterizzati da un basso binomio di rischio-rendimento, ma successivamente si è spinto fino all'acquisizione di partecipazioni in imprese straniere, incrementando così il rischio complessivo del portafoglio. Cfr CHIARLONE S., *Accumulazione di riserve e costituzione di fondi sovrani*, in *Osservatorio Monetario*, 2008, cit, p 20.

¹⁴⁰ Cfr BRAUNSTEIN J., *Sovereign Wealth Funds, The Emergence of State Owned Financial Power Brokers*, 2009, cit, p 34.

¹⁴¹ A tal riguardo Fernandez ed Eschweiler sottolineano come oltre il 90% dell'*asset allocation* del fondo sia in ambito domestico (il 90,9%), al fine di promuovere lo sviluppo di imprese operanti nei settori energetico, dei trasporti, delle infrastrutture e dell'*information technology*. Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, 2008, cit, p 54.

sviluppo dei fondi *non-commodity*. Nel 2000 tra i fondi connessi alle materie prime vi è da segnalare la creazione dell'*Algeria Revenue Regulation Fund* e del *Kazakhstan National Fund*, due fondi di stabilizzazione istituiti con il fine di isolare il bilancio statale dalla fluttuazione rispettivamente dei prezzi degli idrocarburi e del petrolio. Nel 2002 gli Emirati Arabi Uniti hanno istituito *Mubadala Investment Company* mentre l'anno seguente hanno creato *Istithmar World*, il quale diventerà uno dei principali veicoli di investimento di *Dubai World*, fondo sovrano fondato nel 2006 che ha come obiettivo la promozione della crescita economica dell'Emirato, attraverso l'acquisizione di partecipazioni in settori strategici¹⁴². All'interno di tale arco temporale vi è da segnalare la creazione dell'*Oil & Gas Fund* russo nel 2004, al fine di isolare il bilancio statale dalle fluttuazioni dei prezzi del petrolio e del gas naturale e, nello stesso anno, anche dell'*Excess Crude Fund* nigeriano, in cui affluiscono risorse finanziarie nel momento in cui il prezzo del petrolio si mantiene al di sopra di una determinata soglia (\$59 al barile)¹⁴³.

Tra i fondi *non-commodity* in questo periodo spicca la costituzione di alcuni tra i più importanti SPRFs, appartenenti all'area OCSE, quali il *Pension Reseve Fund* francese nel 2000, il *New Zealand Superannuation Fund* nel 2001, stessa data di creazione del *National Pension Reserve Fund* irlandese. Se si rivolge l'attenzione al Sud-est asiatico, nel 2005 è stato istituito il *Korea Investment Corporation*, attraverso il trasferimento di \$17 miliardi di riserve in valuta estera, al fine di gestirli con una maggiore propensione al rischio, mentre due anni dopo è stato istituito il *China Investment Corporation*, deputato alla gestione "aggressiva" di \$200 miliardi di riserve estere in eccesso.

Durante la crisi finanziaria (2008-2009) il numero dei SWFs istituiti è diminuito, data la spiccata correzione dei prezzi del petrolio, crollati da oltre \$140 al barile fino a \$40, e i minori flussi di capitale diretti verso le economie emergenti (ad esclusione della Cina). Nel 2008 sono stati costituiti lo *Strategic Investment Fund* in Francia e il *Public Investment Fund* in Arabia Saudita, nel 2009 il *Sovereign Fund of Brazil*. Per ciò che riguarda i due SWFs istituiti nel 2008 possono essere considerati come fondi di sviluppo, utilizzati prevalentemente per sostenere l'economia domestica¹⁴⁴: il fondo francese, gestito dalla *Caisse des Dépôts*, ha come strategia d'investimento l'acquisizione di partecipazioni in imprese francesi per favorirne lo sviluppo (in ottica di *private equity*), similmente alla funzione originaria del *Public Investment Fund*¹⁴⁵. Quest'ultimo veicolo di

¹⁴² Cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, Monitor Report, maggio 2009, pp 50-51, 72-75.

¹⁴³ Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, 2008, cit, p 69.

¹⁴⁴ Ciò è coerente con il *trend* perseguito dai SWFs durante la crisi finanziaria di investimento nel mercato domestico. Questo argomento verrà approfondito nella parte relativa al mercato dei SWFs.

¹⁴⁵ Il *Public Investment Fund* è stato istituito originariamente in Arabia Saudita nel 1971 con lo scopo di sostenere l'economia del Paese; dal 2008 è stato incaricato di gestire un nuovo SWF con obiettivi diversi, di massimizzazione del binomio rischio/rendimento. Cfr DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, 2009, cit, p 46.

investimento però dal 2008 ha come obiettivo la gestione del portafoglio del fondo sovrano *Sanabil Al-Saudia*, istituito nella medesima data, con orizzonti temporali di investimento di lungo periodo¹⁴⁶.

Il *Sovereign Fund of Brazil* è stato costituito attraverso il trasferimento di parte delle riserve in valuta estera (ed emissione di *treasury bonds* contestuali per sterilizzare l'ammontare, similmente al *China Investment Corporation*) al fine di difendere l'economia brasiliana da future crisi finanziarie ed assistere lo sviluppo delle imprese domestiche, attraverso la sottoscrizione di emissione obbligatorie, piuttosto che partecipando al capitale di rischio¹⁴⁷.

Con la costituzione di questi ultimi SWFs, non dovrebbe arrestarsi il fenomeno, data la condizione di alcuni Paesi dotati di un elevato ammontare di riserve in valuta estera, di budget statali in *surplus* e di condizioni di crescita favorevoli. In alcuni Stati la costituzione di un fondo sovrano è già stata pianificata¹⁴⁸ (ne sono un esempio il Taiwan, con un *asset under management* stimato pari \$68 miliardi, la Thailandia, il Giappone, la Bolivia), altri, come l'India, presentano un ottimo potenziale data l'enorme crescita delle riserve in valuta, proiettate a \$300 miliardi nel 2011, ma devono risolvere alcuni problemi legati al *deficit* delle partite correnti e al *deficit* fiscale¹⁴⁹.

¹⁴⁶ Cfr <http://www.swfinstitute.org>.

¹⁴⁷ Cfr DEUTSCHE BANK RESEARCH, *BRIC Sovereign Wealth Funds*, 2010, cit, p 4.

¹⁴⁸ Cfr KERN S., *SWFs and foreign investment policies-an update*, Deutsche Bank Research, ottobre 2008, p 4.

¹⁴⁹ Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, 2008, cit, p 96.

1.5 I fondi sovrani nell'ambito dell' *asset management industry*

Dopo aver analizzato le origini e i trend evolutivi dei fondi sovrani, è opportuno procedere ad un'analisi comparata con gli altri investitori istituzionali¹⁵⁰ in termini qualitativi e quantitativi, in modo tale da poterne stimare un impatto all'interno dell'*asset management industry*¹⁵¹.

Seguendo la definizione proposta, i fondi sovrani sembrano attori unici all'interno del panorama dell'*asset management*¹⁵². *In primis*, dato che sono costituiti da uno Stato, sono veicoli di investimento pubblici e non privati a differenza dei fondi comuni di investimento¹⁵³. Dalla natura pubblica di tali veicoli di investimento derivano peculiari caratteristiche, non sempre riscontrabili negli altri investitori istituzionali, tra cui è opportuno sottolineare:

1. la possibilità di perseguire anche obiettivi strategico-politici oltre alla massimizzazione del binomio rischio-rendimento del portafoglio di attività;
2. l'orientamento al breve termine (*short-term*);
3. l'acquisizione di partecipazioni in imprese in ottica di sviluppo locale (*home bias*)¹⁵⁴, piuttosto che la costruzione di un portafoglio diversificato in ottica internazionale.

Con particolare riferimento alla problematica dello *short termism*, la letteratura sembra concorde nel considerare i fondi sovrani come investitori che adottano orizzonti temporali di medio-lungo

¹⁵⁰ In accordo con Davis (1996), in questo lavoro gli investitori istituzionali vengono definiti come “*specialised financial institutions which manage savings collectively on behalf of small investors, towards a specific objective in terms of acceptable risk, return-maximisation and maturity of claims*”, pertanto tra essi possono essere inclusi i fondi comuni di investimento (aperti e chiusi, ma anche particolari tipologie quali i fondi di *private equity* e gli *hedge funds*), i fondi pensione e le imprese di assicurazione; esistono anche definizioni più ampie che fanno riferimento a tutti quegli intermediari finanziari che effettuano sistematici investimenti sul mercato mobiliare, includendo anche le banche. Con specifico riferimento all'ordinamento italiano, Pia (2009) sottolinea come gli investitori istituzionali siano “intermediari finanziari che- a proprio nome- investono in via sistematica e continuativa le somme di una pluralità di soggetti (fondi comuni di investimento, Sicav, fondi pensione e imprese di assicurazione”, mentre Costi (2010) evidenzia come ci sia una discrepanza tra le nozioni di investitore istituzionale adottate in ambito comunitario e nazionale: mentre il legislatore italiano adotta la locuzione “organismo di investimento collettivo del risparmio” (OICR), le direttive comunitarie adottano la nozione di “organismo di investimento collettivo in valori mobiliari” (OICVM), escludendo implicitamente non solo i fondi pensione, ma anche i fondi comuni immobiliari e i fondi chiusi. Cfr DAVIS E.P., *The role of institutional investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour*, FMG Special Papers no 89, London School of Economics, p 64.66; PIA P. (a cura di), *Il mercato azionario*, Giappichelli ed., Torino, 2009, p 286, COSTI R., *Il mercato mobiliare*, Giappichelli ed., Torino, 2010, pp 186-187.

¹⁵¹ Il settore del risparmio gestito (*asset management*) nell'ordinamento italiano è composto dalla somma delle attività degli investitori istituzionali e delle gestioni individuali effettuate da banche, SIM ed SGR. Cfr PIA P. (a cura di), *Il mercato azionario*, 2010, cit, p 286.

¹⁵² A tal riguardo Bernstein et al. (2009) ritengono che: “*SWFs are unique institutions: while these funds manage very large pools of capital, their objective functions are often quite complex and do not only focus on financial returns alone*”. Cfr BERNSTEIN S., LERNER J., SCHOAR A., *The investment strategies of sovereign wealth funds*, Working Paper 14861, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachusetts, 2009, p 6.

¹⁵³ Si ricorda che nell'ordinamento italiano il fondo comune di investimento viene definito come “patrimonio autonomo, suddiviso in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestito in monte”; cfr TUF, art. 1, comma 1, lett.j.

¹⁵⁴ Cfr SHLEIFER A., VISHNY R., “Politicians and firms”, *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109, pp 995-1025.

periodo: Avendaño e Santiso (2009)¹⁵⁵ ritengono che, rispetto ad investitori istituzionali come fondi comuni di investimento ed *hedge funds*, la maggior parte dei SWFs siano investitori di lungo termine, facendo esplicito riferimento ai fondi di risparmio¹⁵⁶; ma si può rilevare come, al di là del dibattito in letteratura, in situazioni contingenti, il comportamento di alcuni fondi, non solo di stabilizzazione, può mutare: durante la recente crisi finanziaria essi non hanno agito in qualità di investitori stabili, ma hanno compiuto alcune operazioni con orizzonte temporale di breve termine, caratteristica che li rende simili agli *hedge funds*¹⁵⁷.

Proprio nell'intento di svolgere un'analisi comparata, tre sono i particolari veicoli di investimento ai quali si ritiene opportuno comparare i fondi sovrani: gli *hedge funds*, i fondi di *private equity* e i fondi pensioni pubblici.

Analizzando inizialmente le similitudini tra SWFs ed *hedge funds*, alcuni autori¹⁵⁸ ritengono che non si limitino all'orientamento al *short-term*. Pur non esistendo una definizione universalmente accettata di *hedge funds*¹⁵⁹, essi sono contraddistinti da alcune peculiarità che è utile riportare di seguito al fine di effettuare un raffronto con i SWFs, tra cui meritano attenzione¹⁶⁰:

1. La tendenza ad essere *pool* di capitali non regolamentati;
2. L'elevato utilizzo di strumenti derivati;
3. L'utilizzo di tecniche di *short selling*;

¹⁵⁵ Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, 2009, cit, p 15.

¹⁵⁶ Concordano nel considerare i fondi sovrani come investitori di medio-lungo termine, tra gli altri, anche AIZENMAN J., GLICK R., *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts about Their Determinants and Governance*, 2008, cit, KOTTER J., LEL U., *Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*, International Finance Discussion Papers, agosto 2008. Working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

¹⁵⁷ A titolo di esempio si possono citare le dismissioni di partecipazioni in titoli bancari americani e inglesi da parte di alcuni fondi sovrani dopo circa un anno di investimento, con una realizzazione di elevate performance: il *Kuwait Investment Authority* nel dicembre 2009 ha venduto il 33% detenuto in Citigroup, realizzando \$1,1 mld di *capital gain* su un investimento di circa \$3 mld (il 37%); allo stesso modo *Temasek Holdings* dopo 2 mesi ha venduto il 3,8% di Bank of America acquistato nel gennaio 2009, affrontando una perdita di \$4,6 mld, affrontando una perdita di oltre il 75%. Cfr CORVIE., *Che Bufala quei sovrani*, Milano Finanza, 12/12/2009, pp 26-27.

¹⁵⁸ Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, cit, 2009, p 13: "Perhaps no other group of institutional investors shares as many characteristics with SWFs as do hedge funds. In contrast with mutual funds, hedge funds are stand-alone, unregulated pools of capital, managed by highly paid and incentivized investment professionals, that often take large stakes in publicly traded companies in order to implement corporate governance changes".

¹⁵⁹ Tra le definizioni maggiormente utilizzate si segnalano quella di George Soros, manager di uno dei più grandi *hedge funds*, che li definisce come "a mutual fund that employs leverage and uses various techniques of hedging", quella della Bank of International Settlement che li tratta come "speculative funds managing investments for private investors"; mentre nell'ordinamento italiano Banca d'Italia li definisce come "organismi finanziari, localizzati generalmente in centri off-shore o negli Stati Uniti, contraddistinti dal numero ristretto dei soci partecipanti e dall'elevato investimento minimo richiesto. Non hanno vincoli in materia di obiettivi e strumenti di investimento e possono assumere posizioni finanziandosi anche con forti indebitamenti. Sono soggetti a una normativa prudenziale più limitata rispetto agli altri operatori finanziari". Per una rassegna delle principali definizioni si veda VAUGHAN D.A., *Selected Definitions of "Hedge Funds"*, Comments for the U.S. Securities and Exchange Commission Roundtable on Hedge Funds, 2003; PIA P. (a cura di), *Hedge Funds: fondi di copertura o fondi speculativi*, Giappichelli ed., Torino, 2002, p 11.

¹⁶⁰ Cfr OECD, *The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a synthesis of research about private equity firms and "activist hedge funds"*, OECD Steering Group on Corporate Governance, 2007, p 17.

4. L'elevato utilizzo di leva finanziaria;
5. L'utilizzo di meccanismi di *performance fees* (con particolari clausole quali l'*hurdle rate* piuttosto che l'*high water mark*)¹⁶¹;
6. Un'ampia gamma di *asset class* in cui investire, che vanno dai tradizionali strumenti finanziari quali azioni ed obbligazioni, alle *commodities*, agli *assets* maggiormente illiquidi (*real estate*), fino ai *cat bond*.

Effettuando un breve raffronto con i fondi sovrani, si può notare come le caratteristiche principali degli *hedge funds* siano in effetti comuni ad entrambi gli investitori istituzionali, sia pure con livelli di intensità differente. L'assenza di una specifica regolamentazione¹⁶² si ha anche per i fondi sovrani, dato che essi possono aderire ad un codice di condotta non vincolante (i cosiddetti "Principi di Santiago")¹⁶³, ma non sono soggetti a specifiche disposizioni in termini di *governance*, di *asset allocation*, di trasparenza o di *risk management*. Non vi è peraltro alcuna disposizione che impedisca l'utilizzo di strumenti derivati o di vendite allo scoperto dal lato delle tecniche di gestione del portafoglio, né vi sono limitazioni con riferimento alle *asset class* in cui investire.

Le considerazioni riguardanti l'utilizzo della leva finanziaria da parte dei fondi sovrani possono essere condotte indagando due aree differenti: se si analizzano le modalità di *funding*, come precedentemente osservato, si può notare come i fondi sovrani raccolgano risorse finanziarie principalmente attraverso il trasferimento statale di riserve in valuta estera in eccesso o di surplus di bilancio. Non sono rari i casi in cui vi è il ricorso al mercato mobiliare attraverso emissioni obbligazionarie al fine integrare le risorse a disposizione: diversi sono stati per esempio i ricorsi al mercato obbligazionario da parte di *Temasek*, la cui capacità di far fronte al servizio del debito non è stata alterata dalle differenti emissioni, dato che è uno dei pochi emittenti asiatici ad aver ottenuto il massimo *rating* (Aaa per *Moody's* e AAA per *Standard & Poor's*) sia nell'emissione di settembre 2005, per un controvalore pari a \$1,75 miliardi, sia nell'emissione di luglio 2010 per un importo pari a £500 milioni¹⁶⁴. Differente è il caso di *Dubai World*, il cui grado di leva finanziaria nel 2009

¹⁶¹ L'*hurdle rate* (tasso barriera) è un particolare meccanismo che prevede la presenza di un rendimento minimo al di sotto del quale il gestore non partecipa agli utili; la commissione di incentivo è calcolata sull'extra-rendimento rispetto allo stesso *hurdle rate*. L'*high water mark* è una clausola che prevede la necessità da parte del gestore di conseguire un rendimento maggiore rispetto al precedente rendimento massimo al fine di poter applicare la *performance fee*.

¹⁶² Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 2007, cit, p 6: "Unless regulated otherwise, SWFs are not subject to investment rules with respect to certain asset classes or currency exposures as they are known for private pension or investment funds".

¹⁶³ Gli aspetti di ordine regolamentare verranno approfonditi nel quarto capitolo.

¹⁶⁴ Con riferimento all'emissione obbligazionaria del 2005, di durata decennale, vi è da segnalare come sia stata finalizzata all'acquisto di partecipazioni in imprese con elevate prospettive di crescita (Bank of China ne è un esempio); il *bond* trentennale da 500 milioni di sterline ha raccolto ingenti adesioni da imprese di assicurazione fondi pensione, dato il massimo *rating* attribuitogli e l'interessante *spread* rispetto ai titoli di stato britannici (90 *basis point*). Cfr GOLDSTEIN A., *Temasek: fondo sovrano o reincarnazione dell'IRI nello stretto di Malacca?*, in *Osservatorio Monetario*, 2008, cit, p 54; DE ROMANIS A., *Debutta in sterline Temasek*, *Il Sole 24 ore*, 24/07/2010.

ha assunto dimensioni tali da costringere l'Emirato a chiedere una moratoria di sei mesi su parte dei debiti contratti (\$5,7 miliardi su un debito complessivo di \$60 miliardi)¹⁶⁵.

Ma l'analisi della leva finanziaria può essere condotta anche esaminando le molteplici operazioni di *leveraged buy-out* che hanno intrapreso i fondi sovrani, in particolare quelli che hanno sede nel Medio-Oriente¹⁶⁶: in tal modo questi veicoli di investimento assumono tratti comuni non solo agli *hedge funds*, ma anche ai fondi di *private equity*¹⁶⁷. Se con l'espressione *private equity* si individua un'organizzazione (spesso nella forma di un fondo chiuso) dedicata allo svolgimento di attività di assunzione di partecipazioni al capitale di rischio in imprese non finanziarie e di predisposizione di operazioni di *leveraged buy-out*¹⁶⁸, non si può evitare di notare che spesso i fondi sovrani operano similmente ai fondi chiusi di *private equity*. In particolare se ci si sofferma sull'assunzione di partecipazioni di maggioranza nel capitale di rischio di un'impresa¹⁶⁹, Monitor Feem¹⁷⁰ evidenzia come circa un quarto delle transazioni effettuate dai fondi sovrani nel 2008 abbiano riguardato l'acquisizione di partecipazioni di maggioranza in differenti settori quali l'immobiliare, l'industriale e il finanziario, principalmente in imprese aventi sede in mercati emergenti; nel 2009¹⁷¹ il trend di acquisizioni di partecipazioni di maggioranza è stato discendente con solo 18 investimenti (rispetto

¹⁶⁵ Il totale delle passività di Dubai World è di circa \$60 miliardi rispetto al debito totale cumulato di Dubai pari a \$80 miliardi. La richiesta di moratoria, da un lato ha comportato il rinvio del rimborso di un *bond* islamico (*sukuk*) da \$3,5 miliardi in scadenza il 14 dicembre 2009, dall'altro ha causato "l'esplosione" dei *credit default swap* di Dubai, il cui premio è schizzato a circa 700 *basis point*. Cfr BUSSI M., *Dubai sull'orlo della bancarotta*, Milano Finanza, 26/11/2009, p. 20.

¹⁶⁶ Cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, 2009, cit, p. 22: "Many of these funds (Middle Eastern SWFs) have acted more like private equity funds, borrowing to invest in high-profile assets, rather than relying on their own capital accumulations, a strategy that emerged from an economic environment in which credit was cheap and easily available".

¹⁶⁷ A tal riguardo si può citare l'operazione intrapresa dal *Qatar Investment Authority* che nel 2006 ha acquisito la catena *Four Seasons* attraverso un'operazione di *leveraged buy-out*. Una *special purpose vehicle*, *Three Delta*, ha compiuto l'acquisizione con un capitale proprio pari a £50 milioni, a fronte di un indebitamento presso Credit Suisse per un importo pari a £1,3 miliardi (circa \$2,1 miliardi); il sopraggiungimento della crisi finanziaria ha poi compromesso la capacità di far fronte al servizio del debito da parte di *Qatar Investment Authority*, le cui acquisizioni effettuate attraverso meccanismi di *leverage buy-out* sono state molteplici (*Chelsea Barracks* per un controvalore di £2,5 miliardi, *Sainsbury* per un controvalore di £ 3 miliardi. Cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, 2009, cit, p. 59.

¹⁶⁸ Oltre a ciò un'organizzazione di *private equity* si occupa anche di consulenza in materia di assetti proprietari. Cfr ZARA C., *L'attività di private equity. La partecipazione al capitale per lo sviluppo e la consulenza finanziaria sugli assetti proprietari delle imprese familiari* in (a cura di) FORESTIERI G., *Corporate e Investment Banking*, Egea, Milano, 2003, p. 142.

¹⁶⁹ L'OECD pone l'attenzione sull'acquisizione del controllo di un'impresa come caratteristica fondamentale di un fondo di *private equity*: "For this report Private equity is defined as financial enterprises/funds that pursue a business model based on acquiring control of publicly held companies and, in the process, taking the acquired company private. The universe of private equity enterprises/funds is much broader, with a large number focusing on investments in unlisted companies, sometimes in the form of venture capital". Cfr OECD, *The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a synthesis of research about private equity firms and "activist hedge funds"*, 2007, cit, p. 18.

¹⁷⁰ Cfr MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, 2009, cit, pp. 19-23.

¹⁷¹ Cfr MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Back on Course: Sovereign Wealth Fund Activity in 2009*, SWF Annual Report 2009, pp. 23-24.

ai 40 dell'anno precedente), che hanno interessato principalmente imprese operanti nei mercati emergenti.

Se si allarga l'orizzonte temporale Bernstein et al. (2009)¹⁷², analizzando 2662 operazioni effettuate dai fondi sovrani tra il 1984 e il 2007, di cui oltre il 95% avvenute dopo il 1991, hanno trovato che la percentuale media di capitale di rischio acquisita nel capitale di rischio di un'impresa ammonta al 56,59%, valore che raggiunge il 62,2% per i fondi del Medio-Oriente. Bortolotti et al. (2009)¹⁷³, attraverso una verifica empirica che ha interessato 1216 investimenti effettuati dai fondi sovrani tra il 1986 e il 2008, hanno ulteriormente graduato l'analisi, distinguendo tra le percentuali di partecipazioni acquisite in imprese quotate e non quotate: mentre con riferimento alle prime la partecipazione media acquisita è inferiore al 20% (19,4), nelle imprese non quotate la percentuale media acquisita è superiore al 50% (53,3).

Dalle considerazioni sopra riportate si possono notare molte caratteristiche in comune tra i fondi sovrani, gli *hedge funds* e fondi di *private equity*, anche se probabilmente gli investitori istituzionali che più presentano tratti comuni coi SWFs sono i fondi pensione pubblici¹⁷⁴, a tal punto che una loro sotto-categoria (i *Sovereign Pension Reserve Funds*) è stata inclusa nella definizione adottata di fondi sovrani, coerentemente con la visione di Blundell et al. (2008)¹⁷⁵. Tra le caratteristiche comuni che presentano i SWFs e i fondi pensione pubblici è opportuno citare, oltre all'elevato *asset under management*, la rendicontazione dell'operato del fondo e delle performance conseguite al governo¹⁷⁶, la tendenza a perseguire orizzonti temporali di medio-lungo periodo, la crescente diversificazione del portafoglio in ottica geografica e l'inserimento all'interno dello stesso di *asset class* alternative.

Tra le principali differenze riscontrabili tra i fondi pensione pubblici (con particolare riferimento ai *Social Security Reserve Funds*) e i fondi sovrani vi sono le seguenti¹⁷⁷:

¹⁷² Cfr BERNSTEIN S., LERNER J., SCHOAR A., *The investment strategies of sovereign wealth funds*, 2009, cit, pp 13-15.

¹⁷³ Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, 2009, cit, p 16.

¹⁷⁴ Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, 2009, pp 14-15: "Public pension reserve funds share some similarities with SWFs. Both are large in terms of assets, autonomous and accountable only to governments or public sector institutions. Like SWFs, public pension reserve funds are increasingly investing abroad and moving into alternative assets. On the other hand, important differences exist in terms of objectives and funding sources".

¹⁷⁵ Cfr BLUNDELL-WIGNALL A., WEI HU-Y., YERMO J., *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, 2008, cit, p 2.

¹⁷⁶ Vi è da notare come, in ultima istanza, siano i cittadini i proprietari del fondo; essi da un lato rappresentano le unità in *surplus* che conferiscono parte delle risorse finanziarie allo Stato mediante il pagamento delle imposte, dall'altro, attraverso gli organi elettivi, nominano il Consiglio di amministrazione del fondo che si occupa di delineare le linee guida dell'attività di *asset allocation*, della scelta dei gestori del fondo, e del resoconto delle *performance* agli organi politici. Cfr BLACKBURN J., DELVECCHIO B., FOX I., GATENIO C., KHAYUM O., WOLFSON D., *Do sovereign wealth funds best serve the interest of their respective citizens*, Working Paper, University of Chicago, March 2008, pp 1-46.

¹⁷⁷ Cfr BLUNDELL-WIGNALL A., WEI HU-Y., YERMO J., *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, 2008, cit, p 8-9.

- Mentre i fondi pensione pubblici hanno come unico obiettivo il finanziamento del futuro deficit pensionistico, i fondi sovrani sembrano avere una pluralità di obiettivi, tra cui la protezione dell'economia domestica dalle fluttuazioni dei prezzi delle materie prime e l'investimento delle riserve in eccesso per ottenere più elevati rendimenti.
- Le modalità di *funding* sono differenti dato che i SWFs sono principalmente finanziati attraverso trasferimenti fiscali governativi o di riserve in valuta estera, mentre i *Social Security Reserve Funds* raccolgono risorse provenienti principalmente dai contributi di lavoratori e datori di lavoro e in minima parte da trasferimenti governativi.
- Nonostante la crescente tendenza ad investire all'estero, i *Social Security Reserve Funds*, soprattutto in alcuni Paesi, hanno un portafoglio prevalentemente formato da investimenti domestici e conservativi. Tre tra i principali SSRFs (*US Social Security Trust Fund*, *Japan's Government Pension Investment Fund*, *Korean National Pension Fund*) investono principalmente in titoli di stato domestici, a differenza dei fondi sovrani che tendono ad investire all'estero¹⁷⁸.

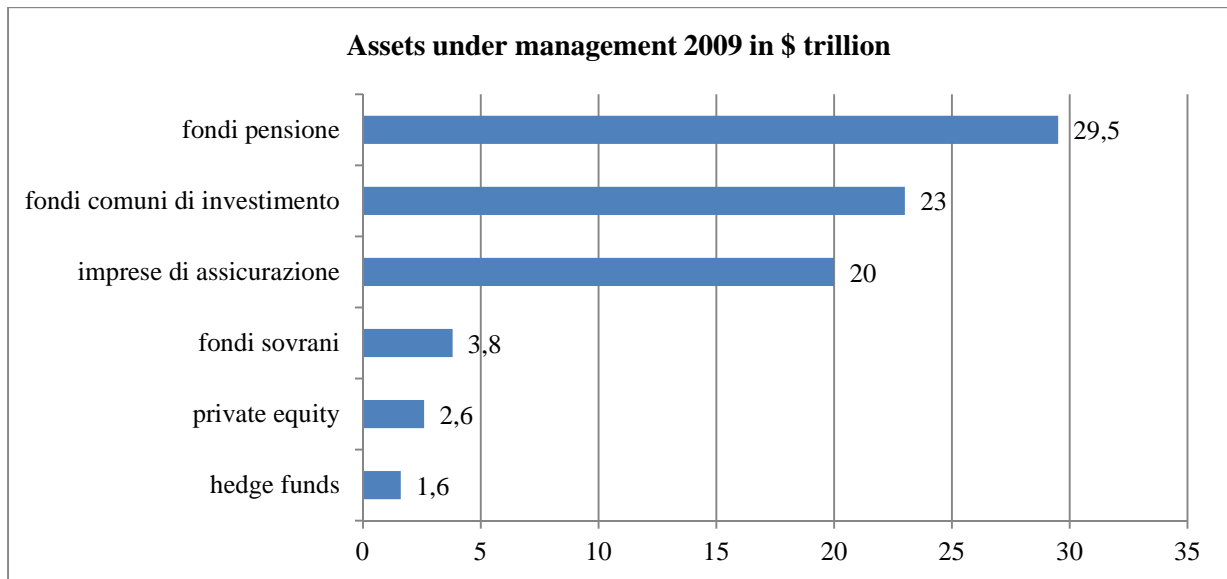
Dalla trattazione fin qui condotta i fondi sovrani possono essere inseriti all'interno degli investitori istituzionali come veicoli di investimento unici, ma con maggiori affinità coi fondi pensione, agli *hedge funds* e ai fondi di *private equity*.

Se si considera l'*asset under management* (grafico 5), i fondi sovrani nel 2009 gestiscono circa \$3800 miliardi¹⁷⁹, più del doppio rispetto agli *hedge funds* e circa il 50% in più rispetto ai fondi di *private equity*, ma un ammontare di gran lunga inferiore rispetto agli *assets* gestiti da fondi pensione, fondi comuni di investimento e imprese di assicurazione.

¹⁷⁸ Come abbiamo già notato in precedenza, la letteratura non è concorde nel ritenere che i fondi sovrani investono principalmente in attività estere. Balding nel 2008 ha rilevato che i SWFs investono principalmente in attività domestiche, dimostrando uno spiccato *home bias*. Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Fund*, 2008, cit, p 33.

¹⁷⁹ Il totale dell'*asset under management* dei SWFs stimato da IFSL Research differisce dalla somma riportata in tabella 5 (\$4,00 trillion) data la differente composizione dell'universo dei fondi sovrani stessi; la tabella 5 considera come fondi sovrani anche i SPRFs e la gestione delle riserve in valuta in eccesso operata dalle Banche centrali che nono tutti gli autori considerano; questo comporta differenze nella stima dell'*asset under management*, delle operazioni intraprese da tali veicoli di investimento e delle prospettive di crescita, differenze peraltro cospicue anche tra i diversi contributi che si occupano dell'analisi di tale materia.

Grafico 5



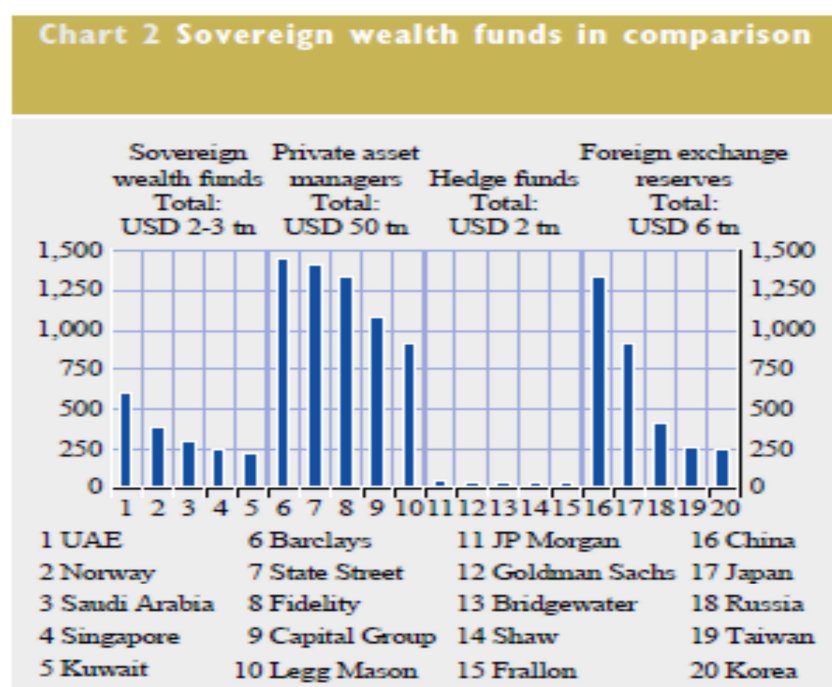
Fonte: IFSL RESEARCH, *Sovereign Wealth Funds 2010*, UK Trade & Investment, City of London, marzo 2010.

Anche se l'*asset under management* dei fondi sovrani risulta essere di gran lunga inferiore ai \$50.000 miliardi gestiti dagli *asset managers* privati, con riferimento al grafico 6 si possono effettuare due ordini di considerazioni:

1. I primi 5 fondi sovrani per *assets* gestiti, a differenza dei primi 5 *hedge funds*, possono essere comparati ai primi 5 *asset managers* privati; ad esempio l'*Abu Dhabi Investment Authority* gestisce risorse per un ammontare di oltre \$600 miliardi, rispetto ai \$1400 miliardi di *Barclays*.
2. Se parte delle riserve in valuta vengono convogliate verso i fondi sovrani, la loro dimensione e il conseguente impatto all'interno del sistema finanziario diventerà sempre maggiore.

Grafico 6

Dimensione dei primi 5 fondi sovrani all'interno del sistema finanziario globale



Fonte: BECK R., FIDORA M., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, 2008, cit, p 12.

Nel paragrafo successivo verranno proprio esaminate le prospettive di crescita dei fondi sovrani, partendo dall'analisi della loro distribuzione geografica e suddividendoli in base alla provenienza delle risorse finanziarie, elemento fondamentale per cercare di stimarne la crescita futura.

1.6 Distribuzione geografica dei fondi sovrani e prospettive di crescita

Dopo aver inquadrato i fondi sovrani nell'ambito degli investitori istituzionali, è opportuno effettuare da un lato un'analisi della distribuzione geografica di tali veicoli di investimento a livello globale, dall'altro una suddivisione delle differenti categorie prevalenti in relazione alle modalità di *funding*, in modo tale da aver un buon *framework* di riferimento per poter cercare di stimarne i futuri *trend* evolutivi e i conseguenti impatti nel mercato finanziario.

Se riconsideriamo la tabella 5¹⁸⁰, possiamo evidenziare come i 56 fondi sovrani che rientrano nella definizione accolta nel presente lavoro abbiano un *assets under management* totale di circa \$4000 miliardi a dicembre 2010; le risorse finanziarie gestite dal complesso dei SWFs sono concentrate

¹⁸⁰ Si ricorda che la tabella 5 rappresenta tutti i fondi sovrani considerati tali in questo lavoro, che rispettano la definizione fornita nel paragrafo 1.3.

presso i primi 10 veicoli di investimento: ognuno di questi gestisce oltre \$100 miliardi- si va dai \$627 miliardi dell' *Abu Dhabi Investment Authority*, considerato unanimemente il fondo sovrano di dimensioni maggiori, ai circa \$145 miliardi gestiti da *Temasek Holdings*, il decimo per controvalore gestito-, per un totale di \$3147 miliardi, poco meno dell'80% del totale degli *assets* gestiti.

Dal punto di vista della distribuzione geografica, il grafico 6 mostra come circa il 38% degli *assets* gestiti dai SWFs (\$1531 miliardi) sia detenuto dai fondi appartenenti all'area medio-orientale, che pertanto risulta essere la zona geografica con maggior concentrazione di tali veicoli di investimento (15 fondi sovrani hanno sede in Medio-Oriente, rispetto ai 14 appartenenti all'area asiatico-oceanica¹⁸¹).

Valutare l'*asset under management* di tali fondi risulta particolarmente difficile data la scarsità di informazioni pubbliche disponibili: si ritiene che il totale delle risorse gestite dai fondi medio-orientali risulti essere sensibilmente più elevato rispetto ai \$1531 miliardi stimati¹⁸²: se si considerano ad esempio il *Dubai World* e l'*Abu Dhabi Investment Council*, non vi sono accurate stime dei loro *assets*, pertanto si è deciso di non includerli nel corrente calcolo, pur sapendo che ciò si traduce in una sottostima delle risorse gestite dai fondi dell'area medio-orientale¹⁸³.

Il 33% del totale degli *assets* (\$1335 miliardi) è gestito dai fondi appartenenti all'area asiatico-oceanica, che si qualifica come seconda grande regione in cui vengono gestite risorse finanziarie da parte di questi investitori istituzionali: tra i fondi più importanti appartenenti a quest'area vi sono da segnalare il *China Investment Corporation* che gestisce più di \$300 miliardi e i due fondi sovrani costituiti a Singapore, il *Government of Singapore Investment Corporation* e *Temasek Holdings* che gestiscono rispettivamente \$248 miliardi e \$145 miliardi.

L'Europa, con poco meno di \$900 miliardi gestiti dai fondi sovrani, è la terza area geografica per *asset under management*; il contributo maggiore è dato dal *Government Pension Fund-Global* norvegese che gestisce circa \$557 miliardi, secondo per dimensione dopo l'*Abu Dhabi Investment Authority*, seguito dall' *Oil & Gas Fund* russo che gestisce quasi \$160 miliardi (si veda il grafico 7).

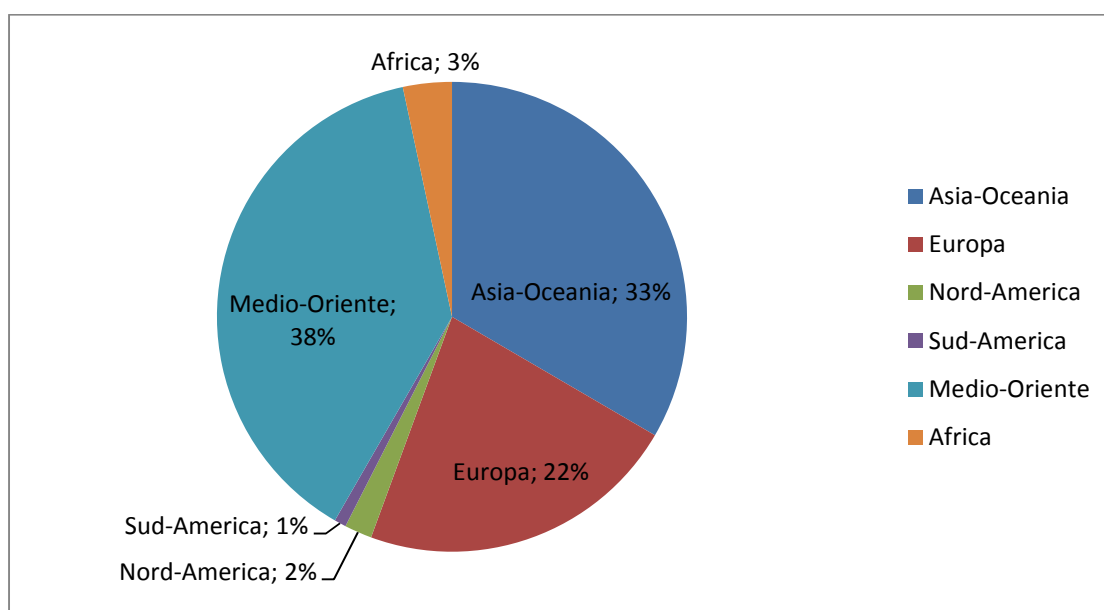
¹⁸¹ L'accorpamento dell'Oceania all'interno dell'area asiatica è coerente con la presenza di numerosi indici di Borsa elaborati da *info-provider* che considerano l'intera area "Pacifico" come un'unica grande regione. Ad esempio nell'indice *Morgan Stanley Capital International Asia-Pacific* sono inclusi tredici stati tra cui Australia e Nuova Zelanda.

¹⁸² La scarsità delle informazioni rilasciate dai fondi sovrani dell'area medio-orientale verrà ulteriormente esaminata nel terzo capitolo in cui verrà trattato il tema della trasparenza: la maggior parte dei fondi sovrani arabi si collocano nelle ultime posizioni con riferimento agli indicatori di trasparenza più utilizzati –che tra l'altro considerano quale elemento fondamentale nell'attribuzione della valutazione l'indicazione dell'*asset under management*- ovvero il *Linaburg-Maduell Transparency Index* e l'indice di *Truman*.

¹⁸³ Braunstein (2009) sottolinea come "*together both Gulf nations (UAE and Kuwait) share more than 90 per cent of the SWF assets of this region*", peraltro senza considerare l'apporto di SAMA, escluso dall'universo dei fondi sovrani. Cfr BRAUNSTEIN J., *Sovereign Wealth Funds, The Emergence of State Owned Financial Power Brokers*, 2009, cit, p 19.

Grafico 7

Distribuzione geografica dei SWFs in rapporto all' *asset under management*-dicembre 2010-



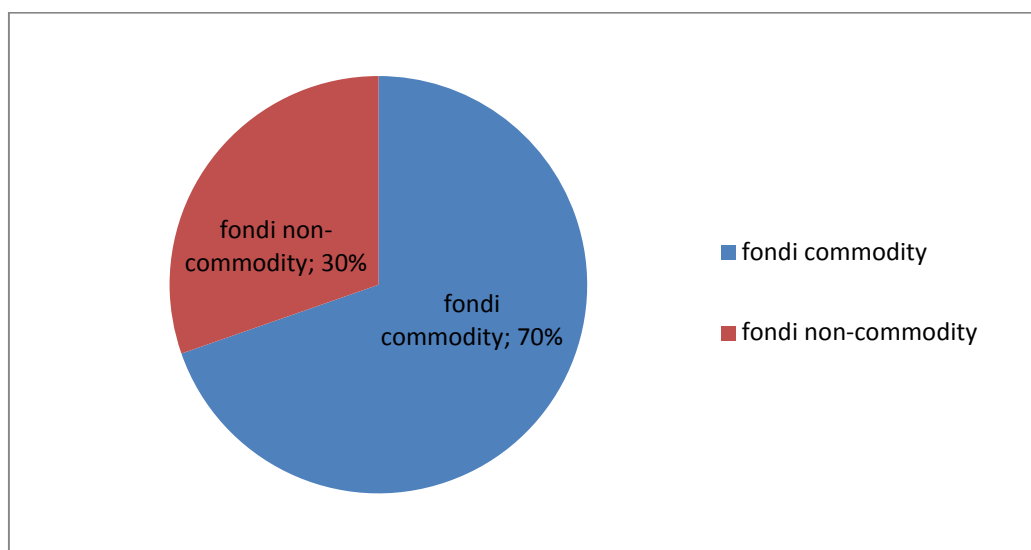
Fonte: rielaborazione dati tabella 5.

Dopo aver analizzato la distribuzione geografica dei fondi sovrani, è opportuno verificare se, come ci si può attendere, in relazione alle modalità di *funding*, siano prevalenti i fondi di tipo *commodity*: dato che nell'area medio-orientale, la quale comprende i principali Paesi produttori di petrolio, vengono gestite il 38% delle risorse globali dei fondi sovrani, è ragionevole attendersi una prevalenza dei fondi che vengono finanziati con ricavi provenienti dalla vendita di materie prime (petrolio *in primis*), rispetto ai fondi le cui risorse derivano da *surplus* di riserve in valuta estera generati da surplus di partite correnti piuttosto che da consistenti afflussi di capitale (fondi *non-commodity*), che tipicamente hanno sede nell'area asiatica.

In effetti, considerando il grafico 8, si nota una prevalenza dei fondi *commodity*, sia come numero- risultano essere 39 rispetto ai 56 totali, ovvero il 70%-, sia come *asset under management* gestito in relazione ai \$4000 miliardi totali- il 63%, ovvero \$2532 miliardi. Oltre ai fondi costituiti negli Emirati Arabi Uniti, si devono considerare anche i fondi europei (*Government Pension Fund-Global* norvegese e *Oil & Gas Fund* russo) che gestiscono le risorse provenienti dalla vendita rispettivamente di petrolio e di gas naturale.

Grafico 8

Percentuale di fondi sovrani in relazione alle modalità di *funding*



Fonte: rielaborazione dati tabella 5.

Lo spaccato appena fornito della distribuzione geografica e delle modalità di *funding* dei fondi sovrani ci consente di condurre un'analisi sulla probabile evoluzione futura di tali veicoli di investimento, in relazione alle prospettive di crescita del settore e all'eventuale sviluppo dell' *asset under management*.

Dal 2007 ad oggi la comunità scientifica - si sono espressi al riguardo in particolare i centri studi di grandi banche¹⁸⁴ - ha cercato di stimare la probabile crescita dei fondi sovrani, ma fino ad oggi le stime effettuate sono state fortemente influenzate da situazioni congiunturali, quali la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*.

Steffen Kern ha recentemente studiato l'evoluzione dei SWFs: inizialmente¹⁸⁵, considerando come punto di partenza un *asset under management* complessivo dei fondi sovrani di \$3100 miliardi, ha stimato che nell'arco dei successivi 5 anni raggiungesse \$5000 miliardi, fino ad approdare a \$10000 miliardi nel 2017. Alla base di tali risultati vi era la crescita costante delle riserve nei cinque anni precedenti¹⁸⁶, alimentata da un lato dai ricavi provenienti dalla vendita del petrolio (principalmente nei Paesi produttori del Medio-Oriente e dell'America Latina), dall'altro il miglioramento della bilancia dei pagamenti nei Paesi del Sud-est asiatico (Cina, Taiwan e Corea del Sud).

¹⁸⁴ Tra le diverse stime effettuate da centri studi di grande banche (in particolare *investment bank*), esamineremo in particolare quelle di *Deutsche Bank Research*, *Morgan Stanley Research Global* e *Merrill Lynch*.

¹⁸⁵ Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 2007, cit, pp 7-8.

¹⁸⁶ Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 2007, cit, p 8: "In quantitative terms, the growth of official reserves worldwide has been strong, with a compound annual rate of growth of 13% over the past decade and even 20% in the past five years".

Ma lo stesso autore aveva sottolineato come le stime di crescita fossero soggette ad un elevato grado di incertezza, dato che variabili di natura politica ed economica avrebbero potuto comportare variazioni al ribasso o al rialzo delle previsioni. Tra gli elementi non ponderabili che avrebbero potuto impattare sulle stime si possono citare:

1. Un rallentamento della crescita economica a livello globale, in particolare dei Paesi emergenti, associata a una diminuzione del prezzo del petrolio e ad una diminuzione dei flussi internazionali di capitale determinerebbe un potenziale *downside*;
2. Un potenziale *upside* dell'*asset under management* potrebbe derivare da un più corposo trasferimento delle riserve in eccesso gestite dalle Banche Centrali verso i fondi sovrani- riserve in eccesso che nei mercati emergenti avevano un controvalore stimato di circa \$1500 miliardi.

Successivamente lo stesso Kern¹⁸⁷ aveva sostanzialmente mantenuto inalterato il valore proiettato dell'*asset under management* per gli anni successivi, considerando anche l'incremento annuale delle risorse finanziarie gestite dai fondi sovrani di \$450 miliardi: l'ammontare complessivamente gestito dagli stessi nel 2008 pertanto risultava essere di \$3600 miliardi (il 14% in più rispetto all'anno precedente, in linea con il tasso di crescita media stimato del 13%)¹⁸⁸. La crescita dell'*asset under management* tra il 2007 e il 2008 è stata favorita principalmente dall'aumento delle riserve globali in valuta gestite dalle Banche Centrali (+27% *year on year*)-in particolare quelle detenute in Asia (+31%) e in Medio-Oriente (+35%)-, dall'allargamento del *surplus* di parte corrente della bilancia dei pagamenti- tra il 2007 e il 2008 ha raggiunto \$1000 miliardi se si considera il *surplus* aggregato delle economie emergenti asiatiche, della Russia e dei Paesi membri dell'OPEC-, dalla diminuzione delle riserve di gas e petrolio, che associate a stabili consumi, hanno sostenuto i prezzi delle due materie prime¹⁸⁹.

L'autore in un successivo studio¹⁹⁰ è stato costretto a rivedere le stime di crescita dell'*asset under management* dei fondi sovrani, a causa dell'impatto sul settore della crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*: il rallentamento del tasso di crescita delle riserve su base annuale (2008-2009),

¹⁸⁷ Cfr KERN S., *SWFs and foreign investment policies-an update*, Deutsche Bank Research, cit, 2008, pp 3-6.

¹⁸⁸ Cfr KERN S., *SWFs and foreign investment policies-an update*, Deutsche Bank Research, cit, 2008, p 6: "We expect SWF asset growth to continue to grow at around an average annual rate of 15% in the coming years which-if maintained- would under reasonable assumptions most likely bring global SWF assets to USD 4.7 tr by 2010 and almost USD 10 tr by 2015".

¹⁸⁹ Nello stesso lavoro Kern ha proposto due ipotesi alternative: con una crescita più moderata delle riserve in valuta (stimata considerando un arco temporale ventennale dall'anno in cui è stato elaborato lo studio), i fondi avrebbero potuto raggiungere un *asset under management* pari a \$4200 miliardi nel 2010 e di circa \$7000 miliardi nel 2011; considerando, dall'altro lato, una crescita più sostenuta delle riserve, calcolata osservando un orizzonte temporale limitato agli ultimi tre anni, gli *assets* gestiti dai fondi sovrani avrebbero potuto raggiungere i \$5000 miliardi nel 2010 e arrivare ai \$14000 miliardi entro il 2014. Cfr KERN S., *SWFs and foreign investment policies-an update*, Deutsche Bank Research, cit, 2008, p 6.

¹⁹⁰ Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments during the financial crisis*, Deutsche Bank Research, luglio 2009, pp 1-37.

associato al repentino declino del prezzo del petrolio fino a \$40 al barile e al crollo delle performance registrate dai fondi sovrani-principalmente relative al portafoglio azionario¹⁹¹- hanno ridotto l'ammontare degli *assets* gestiti dai fondi nel 2009 a poco più di \$3000 miliardi e contestualmente hanno minato le prospettive di crescita del settore, ipotizzate, entro il 2019, ad un controvalore pari a circa \$7000 miliardi.

Stime di crescita più aggressive erano state effettuate da Jen nel 2007¹⁹², il quale riteneva possibile il raggiungimento di un *asset under management* totale dei fondi sovrani di \$12000 miliardi entro il 2015, partendo dai \$2500 miliardi del 2007, attribuendo il principale contributo alla crescita ai fondi *non-commodity*, di matrice asiatica, in grado, secondo l'autore, di raggiungere lo stesso ammontare di risorse gestite dai fondi *commodity* (circa \$6000 miliardi) entro il 2015. La rapida crescita dei fondi *non-commodity* consentirebbe, nell'arco di cinque anni, di superare il totale delle riserve in valuta gestite globalmente (ipotizzate a circa \$6500 miliardi nel 2011). Successivamente Jen (2008)¹⁹³ ha revisionato al ribasso le stime di crescita degli *assets* gestiti dai SWFs, portandoli a poco meno di \$10000 miliardi nel 2015. Anche in tale lavoro le principali cause che hanno comportato la riduzione delle stime di crescita sono individuate nella riduzione dei prezzi del petrolio, nella diminuzione del tasso di crescita delle esportazioni dei Paesi emergenti, nella riduzione della crescita delle riserve in valuta (declino che ha interessato gran parte delle economie dell'area asiatica, ad esclusione di Cina e Giappone), nell'utilizzo di parte delle risorse precedentemente affluite ai fondi sovrani per rilanciare le economie domestiche e nelle perdite sopportate da tali veicoli di investimento nell'ordine del 25% annuo- elemento che ha inciso soprattutto sulla riduzione *year on year* dell'*asset under management* totale.

L'attesa di un rapido sviluppo del settore era condivisa peraltro anche da Merrill Lynch¹⁹⁴, che da un *asset under management* pari a \$1900 miliardi nel 2007, ipotizzava il raggiungimento di circa \$8000 miliardi entro il 2011¹⁹⁵, con un afflusso di risorse finanziarie di circa \$1200 miliardi annui nell'arco temporale 2007-2011, citando, alla base delle stime, da un lato la progressiva riduzione del *deficit* degli USA con conseguente diminuzione delle riserve a livello globale, dall'altro

¹⁹¹ Kern sottolinea come “*typical equity portfolios held by SWFs may have lost 45% between end-2007 and early 2009, reducing overall SWF portfolios by around 18%*”; cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments during the financial crisis*, 2009, cit, p 8. L'argomento verrà comunque approfondito nel capitolo successivo.

¹⁹² Cfr JEN S., *How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?*, Morgan Stanley Research Global, Londra, maggio 2007, pp 1-6.

¹⁹³ Cfr JEN S, ANDREOPOULOS S, *SWFs: Growth tempered-US\$ 10 trillion by 2015*, Morgan Stanley Research Global, Londra, novembre 2008, pp 1-2.

¹⁹⁴ Cfr MERRILL LYNCH, *The overflowing bathtub, the running tap and SWFs*, Global Economics, ottobre 2007, p 1: “*Assets under management by Sovereign Wealth Funds are set to explode*”.

¹⁹⁵ Anche Hogue nel 2008 ipotizza che i fondi sovrani conseguano nel 2012 un *asset under management* di poco inferiore ai \$8000 miliardi (\$7700 miliardi), rispetto ai \$8300 miliardi a cui ammonteranno le riserve in valuta. Cfr HOGUET G.R., *The Potential Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Asset Prices*, in (a cura di) State Street, *Sovereign Wealth Funds: Assessing the impact*, vol. 3, issue 2, 2008.

un'elevata crescita degli afflussi di risorse finanziarie verso i SWFs da parte dei Paesi del Medio-Oriente, e rendimenti nominali annui ottenuti dai fondi sovrani stessi pari al 5%.

Alcuni autori hanno proposto stime di crescita meno ottimistiche: Alberola e Serena nel 2008¹⁹⁶ hanno ipotizzato il raggiungimento di un *asset under management* pari a \$5000 miliardi nel 2012, di cui \$4000 miliardi gestiti dai fondi *commodity*. Essi sono giunti al risultato di cui sopra suddividendo i fondi sovrani in due categorie- *commodity* e *non-commodity*- e stimando, da un lato, il trasferimento di risorse finanziarie ai fondi sovrani in relazione ad un incremento dei prezzi del petrolio di \$10 al barile¹⁹⁷, dall'altro la crescita media dei fondi *non-commodity* degli ultimi 4 anni. Analogamente Fernandez (2008)¹⁹⁸ pare allinearsi ad una stima non eccessivamente aggressiva della crescita delle risorse gestite dai fondi sovrani, ipotizzando due scenari di base:

1. In caso di scarso trasferimento di risorse finanziarie da parte degli Stati in tali veicoli di investimento (circa \$1000 miliardi per l'arco temporale 2008-2012, ovvero la metà dei trasferimenti effettuati nel periodo 2004-2008) e di un rendimento medio del 5% annuo, il totale degli *assets* gestiti crescerebbe in media l'11% annuo, fino a raggiungere \$5000 miliardi nel 2012.
2. In ipotesi di elevato trasferimento di risorse finanziarie nei fondi sovrani, circa il 50% in più rispetto ai cinque anni precedenti lo studio e di un rendimento medio annuo del 10% per i cinque anni successivi, la crescita prevista degli *assets* è del 20% annuo e comporta un *asset under management* complessivo pari a \$9000 miliardi nel 2012¹⁹⁹.

Dall'analisi fino ad ora effettuata si può notare in media una sovrastima dell'*asset under management* dei fondi sovrani con riferimento all'anno 2011, dato che le risorse gestite si aggirano attorno ai \$4000 miliardi²⁰⁰.

A partire da tale livello, se si volessero effettuare delle ipotesi sulla potenziale crescita futura del settore dei fondi sovrani prendendo come riferimento un orizzonte temporale di medio termine (4 anni), si dovrebbero considerare diversi elementi:

- *In primis* la graduale fuoriuscita dalla crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*, ha comportato un irrobustimento della crescita economica a livello globale, la quale risulta

¹⁹⁶ Cfr ALBEROLA E., SERENA J.M., "Reserves, SWFs and the Resilience of Global Imbalances", 2008, cit, pp 335 e ss.

¹⁹⁷ E' interessante notare come "a permanent increase (fall) of \$10 in oil prices increases (reduces) transfers to SWFs in 63 billion US dollars, while a transitory one would do it in 68 billion US dollars...therefore, using the IMF's current medium-term forecasts (\$107 per barrel in 2008, stabilizing in \$100 per barrel afterwards), the increase in these SWF would peak in 2008". Cfr ALBEROLA E., SERENA J.M., "Reserves, SWFs and the Resilience of Global Imbalances", 2008, cit, p 335.

¹⁹⁸ Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, cit, pp 9-11.

¹⁹⁹ Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, cit, p 11: "More realistic is probably a growth rate in the mid teens, which would imply that total SWF assets roughly double over the next 5 years to USD 6-to-7 trillion".

²⁰⁰ Il SWF Institute propone un *assets under management* totale, aggiornato a marzo 2011, pari a \$4313,1 miliardi e risulta essere la stima più elevata delle fonti considerate. Cfr <http://www.swfinstitute.org>.

essere trainata in particolare dalle economie emergenti²⁰¹. Precedentemente si è sottolineato come un contesto congiunturale favorevole da un lato favorisca i flussi internazionali di capitali in particolare verso le aree con maggiori opportunità di crescita (Paesi emergenti), dall'altro contribuisca a sostenere la domanda di materie prime, tra cui il petrolio. Pertanto questa congiuntura economica dovrebbe essere considerato un elemento di potenziale *upside* per la crescita delle risorse gestite dai fondi sovrani.

- Il prezzo del petrolio: l'incremento della domanda che si è verificato da parte delle economie emergenti congiuntamente alle riduzioni dell'offerta conseguenti alle tensioni geo-politiche esplose nel Nord-Africa e nel Medio-Oriente ha impattato sui prezzi del petrolio, che nei primi mesi del 2011 si sono stabilmente mantenuti sopra i \$100 al barile. Le proiezioni per gli anni successivi effettuate dal Fondo Monetario Internazionale²⁰², adottando un orizzonte temporale di medio termine, prevedono una certa stabilità dei prezzi al di sopra dei \$100 al barile, provocando, tra gli altri effetti, un'amplificazione del *surplus* di parte corrente dei Paesi produttori di petrolio, per ora rimasto comunque inferiore per i Paesi appartenenti all'area MENA ai valori raggiunti nel 2008, come analizzato nel primo paragrafo. Anche il prezzo del petrolio potrebbe essere considerato un elemento in grado di impattare in modo positivo sul futuro *asset under management* dei fondi sovrani.
- L'ammontare di riserve presenti nei Paesi emergenti, in particolare asiatici, ha superato i livelli del 2008 e le aspettative sono per una continua crescita, alimentata da un lato dai *surplus* di parte corrente a causa della realizzazione di strategie di tipo *export-led*, associate a limitati apprezzamenti del tasso di cambio (agganciato al dollaro), dall'altro, in misura minore, dai flussi finanziari di capitale privato; tutto ciò nonostante gli squilibri di parte corrente a livello globale, in percentuale del PIL, si siano ridotti rispetto ai picchi raggiunti nel 2008 e le relative proiezioni parlino di una certa stabilizzazione di tali valori (si veda il grafico 9)²⁰³. La presenza di un elevato ammontare di riserve - per la Cina hanno superato nel febbraio 2011 i \$300 miliardi - costituisce la base per ulteriori conferimenti di risorse finanziarie ai fondi sovrani.

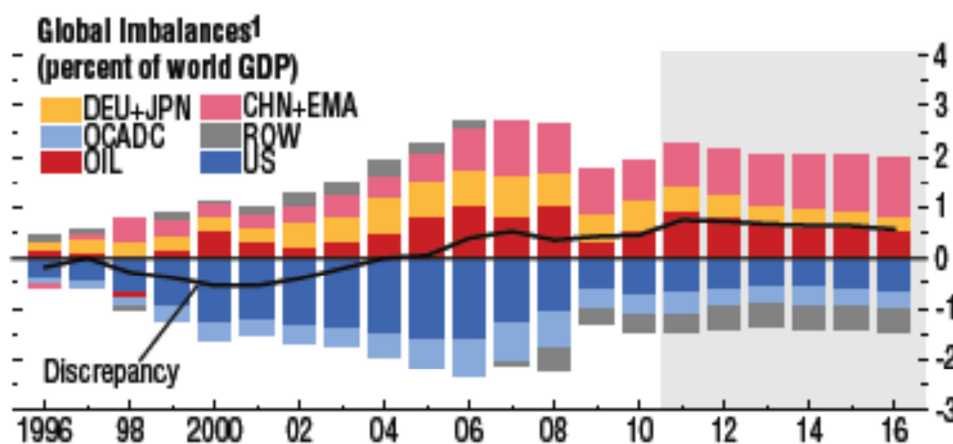
²⁰¹ Il Fondo Monetario Internazionale nel *World Economic Outlook* di aprile 2011, in relazione alla crescita globale si esprime in tal modo: "We expect the world economy to grow at about 4^{1/2} percent a year in both 2011 and 2012, but with advanced economies growing at 2^{1/2}, while emerging and developing economies grow at a much higher 6^{1/2} percent". Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World Economic Outlook*, aprile 2011, p 15.

²⁰² Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World Economic Outlook*, aprile 2011., p 20, 89-112.

²⁰³ In tal modo si esprime il Fondo Monetario Internazionale sull'eccessiva accumulazione di riserve da parte dei Paesi asiatici: "Accumulation of official foreign exchange reserves in the major surplus economies presents an important obstacle to global demand rebalancing. During 2008-2010, surplus economies in Asia- mostly China-used inflows on current and private capital accounts to accumulate reserves. Although these economies understandably want to have an adequate buffer against the volatility of capital flows, a key motivation for the acquisition of foreign exchange reserves seems to be to prevent nominal exchange rate appreciation and preserve competitiveness". Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World Economic Outlook*, aprile 2011, p 25.

• Grafico 9

• Proiezione degli squilibri di parte corrente in percentuale del PIL



Fonte: IMF, *World Economic Outlook*, aprile 2011, p 41.

- Il trasferimento delle riserve in eccesso nei fondi sovrani: nonostante il *trend* di crescita delle riserve dei Paesi emergenti sia rimasto robusto dopo un breve arresto durante la recente crisi finanziaria, il trasferimento dell'eccedenza nei fondi sovrani non ha seguito proporzionalmente il medesimo tasso di crescita: nei Paesi del Medio-Oriente ad esempio i fondi sovrani fino al 2009 hanno ottenuto gran parte delle riserve in eccesso, dato che le stesse riserve non oltrepassavano di molto il debito estero a breve termine, tantomeno lo *stock* totale di debito estero; ma con l'uscita dalla crisi finanziaria le entrate derivanti dal consistente incremento del prezzo del petrolio non sembra siano confluite all'interno di tali veicoli di investimento²⁰⁴. Se si cita l'*Abu Dhabi Investment Authority*, si può notare come nel 2008 gestisse circa \$875 miliardi, mentre nel 2011 l'*asset under management* si ritiene ammonti a \$627 miliardi: ciò comporta una modesta affluenza di risorse finanziarie in periodi di crescita dei prezzi del petrolio, a fronte di una probabile elevata incidenza delle perdite derivanti dagli investimenti in titoli azionari, più che da un prelievo di risorse finanziarie a fronte del declino dei prezzi della materia prima. Il *China Investment Authority* è stato istituito mediante un trasferimento di \$200 miliardi, ma, nonostante la presenza di un elevato ammontare di riserve, ulteriori cospicui trasferimenti non si sono riscontrati. In altri casi, come il *Government Pension Fund* norvegese e l'*Oil & Gas Fund* russo ci sono precisi meccanismi che fanno confluire risorse finanziarie all'interno del fondo in relazione ai

²⁰⁴ Vi è da sottolineare come la disponibilità di dati di questi fondi sia comunque limitata; le osservazioni si basano su dati del SWF Institute.

proventi derivanti dalle entrate petrolifere. Considerando il settore in aggregato sembra che il tasso di trasferimento delle riserve in eccesso agisca come elemento in grado di limitare l'afflusso di risorse finanziarie ai fondi stessi.

- L'istituzione di nuovi fondi sovrani: come precedentemente accennato, alcuni Stati hanno intenzione di costituire un fondo sovrano; dopochè il Brasile ne ha costituito uno nel 2009 con un *asset under management* complessivo di \$8,6 miliardi, Paesi come l'India, il Giappone, la Thailandia potrebbero istituirne altri, incrementando le totali risorse gestite dal settore.
- Le *performance*: durante la crisi finanziaria i fondi sovrani la cui composizione di portafoglio era particolarmente aggressiva, con una prevalenza di investimenti di tipo azionario ed investimenti alternativi, hanno registrato ingenti perdite, ma l'*asset allocation* varia molto in relazione alla tipologia del fondo; in generale in una situazione congiunturale fisiologica, caratterizzata da un moderato scenario rialzista dei mercati azionari, e con un'*asset allocation* bilanciata tra azioni e obbligazioni, si possono ipotizzare rendimenti annui del 6-7%²⁰⁵.

Dopo aver analizzato gli elementi in grado di influire sull'*asset under management* dei fondi sovrani nel medio termine, è opportuno sottolineare come sia difficoltoso cercare di prevederne la puntuale evoluzione del settore, considerando congiuntamente tutti i fattori, che tengono in considerazione fenomeni di natura congiunturale e strutturale. Nonostante la difficoltà di stima²⁰⁶, si può cercare di fare qualche previsione per cercare di stimare il valore gestito dal settore nel 2015, considerando come base il tasso di crescita medio registrato dagli stessi nel periodo 2007-2011²⁰⁷, per poi correggerlo applicando le variazioni in aumento o in diminuzione sopra citate.

Ipotizzando un *asset under management* di \$2600 miliardi nel gennaio 2007²⁰⁸, il tasso di crescita medio annuo è pari all'11,4%, che applicato ad un valore di \$4000 miliardi di gennaio 2011, consente di stimare risorse gestite dai fondi sovrani per un controvalore pari a \$6160 miliardi nel 2015.

²⁰⁵ Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, cit, p 11: "While total SWF assets are relatively balanced between fixed income and equity and some residual exposure to alternatives, there are vast differences on a fund-by-fund basis, which get compounded by the size differences. In a bullish scenario, those funds with a high allocation to equity and alternatives are likely to push average returns close to double digits".

²⁰⁶ Attualmente sembra che in letteratura non siano state fatte accurate e puntuali verifiche dell'*asset under management* che considerino congiuntamente tutti gli elementi prima citati.

²⁰⁷ Il tasso di crescita medio (*compound average growth rate*, CAGR) dei fondi sovrani in tale arco temporale viene calcolato utilizzando la seguente formula: $CAGR = (A_{2010}/A_{2007})^{1/4} - 1$, dove A = *asset under management*.

²⁰⁸ Le stime delle risorse gestite dai fondi sovrani nel 2007 non sono unanimi: variano dai \$2000 miliardi ipotizzati da Merrill Lynch (il range considerato era \$1586 miliardi-\$2228 miliardi in relazione alla difficoltosa stime dell'*asset under management* di Abu Dhabi Investment Authority), ai \$3190 miliardi stimati da Kern. Si è scelto di considerare un valore intermedio. Cfr MERRILL LYNCH, *The overflowing bathtub, the running tap and SWFs*, 2007, cit, p10; KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, 2007, p 3.

Il tasso di crescita dell'11,4% considera un prezzo medio del petrolio di molto inferiore ai \$100 al barile stimati per i prossimi anni (circa \$75 al barile): l'incremento del prezzo del petrolio da un lato potrebbe essere una fonte di potenziale *upside* per i fondi *commodity*- i quali gestiscono attualmente \$2532 miliardi-, dato che potrebbero aumentare i *surplus* di parte corrente dei Paesi produttori, dall'altro questo potrebbe non essere interamente trasferito nei fondi sovrani; allo stesso modo il continuo incremento delle riserve da parte dei Paesi asiatici potrebbe comportare ulteriori trasferimenti all'interno dei fondi sovrani: questi due elementi considerati congiuntamente potrebbero consentire di incrementare il tasso di crescita annuo fino al 13%- peraltro di poco inferiore al tasso di crescita delle riserve dei Paesi asiatici degli ultimi 4 anni, pari al 15,8 e superiore al tasso di crescita delle riserve dei Paesi MENA pari al 7,5%. Applicando tale valore all'attuale *asset under management* si raggiungerebbe un controvalore pari a \$ 6522 miliardi nel 2015.

Dato il periodo congiunturale favorevole, considerando in ottica prudenziale performance annue pari al 6%, si arriverebbe ad un valore pari a \$8233 miliardi nel 2015; a ciò si dovrebbero aggiungere le risorse gestite dai nuovi fondi instaurati nei prossimi 4 anni²⁰⁹, ma data la difficoltà della stima, per motivi prudenziali si è scelto di escluderli.

Dall'analisi effettuata si ritiene che i fondi sovrani possano arrivare ad avere un *asset under management* totale pari a oltre \$8000 miliardi nel 2015 e pertanto avere un sempre più elevato impatto nei mercati finanziari, in qualità di investitori istituzionali di rilevanti dimensioni. Proprio l'analisi dell'impatto nei mercati finanziari di tali veicoli di investimento non può prescindere dai loro aspetti gestionali e dalla loro *asset allocation*, caratteristiche che verranno esaminate nel capitolo successivo.

²⁰⁹ Si consideri l'India ad esempio, che ipotizza attualmente di costituire un SWF con risorse gestite pari a \$10 miliardi. Cfr TRUMAN E., *The Case for an Indian Sovereign Wealth Fund*, Peterson Institute for International Economics, settembre 2010.

Capitolo 2

I Fondi Sovrani: aspetti gestionali e *asset allocation*

2.1 Aspetti gestionali dei Fondi Sovrani

Il processo di costituzione e gestione dei fondi sovrani avviene in modo molto simile rispetto ad altri investitori istituzionali quali i fondi comuni di investimento²¹⁰: il soggetto istitutore del fondo, tipicamente il governo, da un lato determina gli obiettivi di medio-lungo termine del fondo, il mandato di investimento coerente con il massimo grado di rischio accettabile, l'eventuale perseguimento di obiettivi di carattere politico-economico e le disposizioni dello statuto; dall'altro lato nomina i membri che coprono le posizioni chiave all'interno del processo di gestione di tali veicoli di investimento. A tal riguardo, a seconda della forma giuridica adottata dal fondo, si possono verificare due casistiche:

1. Nel caso in cui il fondo sovrano sia costituito nella forma di *pool* di *assets*- come ad esempio l'*Alberta Heritage Fund* canadese e il *Government Pension Fund Global* norvegese- il Ministro delle Finanze, spesso con l'ausilio di un *Advisor Committee*, è responsabile di delineare gli obiettivi di investimento ed eventualmente il *benchmark* del fondo²¹¹; in alcuni limitati contesti (si veda il *Pula Fund* del Botswana) le linee guida di investimento sono definite da un rappresentante membro della Banca Centrale. In queste circostanze, data la presenza di rappresentanti governativi all'interno degli organi direttivi, l'indipendenza operativa del fondo dovrebbe esser garantita attraverso l'affidamento della gestione a soggetti terzi, come la Banca Centrale o Società di gestione del Risparmio esterne.
2. Nel caso in cui il fondo sovrano venga costituito come entità giuridicamente autonoma, separata dallo Stato e dalla Banca Centrale, e sia regolato dalla legge del Paese di appartenenza- un esempio ne è l'*Abu Dhabi Investment Authority*- oppure sia una società pubblica con l'azionariato detenuto dallo Stato- come nel caso della *China Investment Corporation*- il governo sceglie i membri del corpo direttivo che può assumere la forma di

²¹⁰ Si ricorda che con riferimento ai fondi comuni di investimento le linee guida riguardanti l'*asset allocation strategica* sono solitamente fornite dal consiglio di amministrazione, che predispone un *range* piuttosto ampio di sovrappeso o sottopeso di alcune componenti rispetto al *benchmark* (esempio 60%-90% della componente azionaria); tale intervallo viene ridotto in sede di comitato di *asset allocation* in cui vengono prese le decisioni inerenti l'*asset allocation tattica* (esempio 70%-85% della componente azionaria); poi il gestore all'interno di questo *range*, implementa lo *stock picking* e il *market timing*.

²¹¹ Cfr HAMMER C., KUNZEL P., PETROVA I., *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*, 2008, cit, p 8.

consiglio di amministrazione o di *steering committee* (comitato direttivo)²¹². Nella maggior parte di tali fondi oggetto di analisi, le nomine dei membri appartenenti agli organi direttivi sono effettuate dal Ministero delle Finanze, hanno durata pluriennale, solitamente superiore ai cinque anni, e riguardano un numero limitato di rappresentanti governativi; all'interno del *board*, presieduto da un *Chief Executive Officer* (CEO), nominato dal Ministero delle Finanze o dal Consiglio di Amministrazione stesso, sulla base di specifiche competenze tecnico-gestionali, tipicamente siedono tra i cinque e gli undici membri, tra i quali una minoranza è rappresentata da funzionari governativi²¹³. Tali organi hanno il mandato di implementare le strategie decise in sede governativa e di statuto, a volte esprimendosi in merito all'*asset allocation* strategica del fondo e delegando ulteriori decisioni inerenti l'*asset allocation* tattica a Comitati di Investimento istituiti dai medesimi corpi direttivi²¹⁴.

Dopo aver definito l'*asset allocation* strategica e tattica di portafoglio, la gestione delle operazioni giornaliere del fondo sovrano e le relative decisioni in termini di *stock picking*, possono essere affidate a diversi soggetti, tra cui si possono citare:

1. Agenzie governative con specifico mandato di realizzare la costruzione di un portafoglio seguendo le indicazioni provenienti dagli organi direttivi e dal Comitato di Investimento; un esempio è rappresentato dall'*Australian Future Fund*, le cui operazioni sono eseguite dal *Future Fund Management Agency*, un'entità operante in ambito governativo, definita come

²¹² Cfr INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices*, cit, 2008, p 16: "The governing body(ies) can take the form of a board of directors or trustees (e.g. Australia, China, Singapore's Temasek and GIC, UAE (ADIA) and Trinidad and Tobago, or a committee or commission (e.g Ireland and Korea)".

²¹³ Secondo un'indagine svolta dal Fondo Monetario Internazionale, la presenza di funzionari governativi all'interno dei vari organi direttivi dell'universo dei fondi sovrani è delineata in tal modo: nel 32% dei casi i membri governativi all'interno del *board* rappresentano la minoranza delle persone, nel 36% dei casi rappresentano la maggioranza, mentre nel rimanente 32% non vi sono rappresentanti governativi. Cfr HAMMER C., KUNZEL P., PETROVA I., *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*, 2008, cit, p 9. Vi è da sottolineare come sia nel caso dei *pool* di *assets*, sia nel caso delle entità legalmente separate l'elevata presenza di funzionari governativi potrebbe comportare il perseguimento di obiettivi strategico-politici da parte del fondo, rispetto ad obiettivi volti alla massimizzazione del binomio rischio-rendimento; l'argomento verrà approfondito successivamente.

²¹⁴ Nel caso di *Abu Dhabi Investment Authority* si ha questo meccanismo di *governance* del fondo: "ADIA's Board of Directors comprises a Chairman and Managing Director who, together with other Board members, are appointing by a Decree of the Ruler of the Emirate. The Boards holds primary responsibility for the implementation of ADIA's strategy in accordance with Law (5) of 1981 of the Emirate of Abu Dhabi. The Board does not involve itself in Adia's Investment and operational decisions, for which the Managing Director is responsible under the law. The Investment Committee assists the Managing Director by reviewing and making recommendations on investment proposals originated by Adia's investment departments". Cfr <http://www.adia.ae>; con riferimento allo *Steering Committee* di *Korea Investment Corporation* si possono delineare le seguenti caratteristiche: "The Steering Committee is the highest decision making body in KIC. It is currently composed of nine members including the committee chairman. Committee members include six professionals from the private sector, the CEO of KIC and the heads of institutions that have entrusted assets exceeding one trillion Won, namely the Minister of Strategy and Finance and the Governor of the Bank of Korea. Six private sector members serve two-years terms. The Chairman of the Steering Committee is elected from among the private sector members". Cfr <http://www.kic.go.kr>.

“the operational arm of the Board subject to the direction of the Chair of the Board as Head of the agency”²¹⁵.

2. Specifici dipartimenti delle Banche centrali, come nel caso di SAMA o *Libyan Investment Authority*, deputati alla gestione delle risorse con obiettivi di rischio-rendimento differenti rispetto alla gestione delle riserve in valuta. Nella redazione dei Principi di Santiago²¹⁶ è stato notato come affidare la gestione operativa delle attività del fondo alla Banca Centrale potrebbe rappresentare un meccanismo per garantire l'indipendenza da influenze di natura politica²¹⁷.
3. Società di gestione del risparmio esterne: un'altra modalità per evitare l'interferenza politica nell'operatività del fondo è quella di delegare in *outsourcing* a società di gestione del risparmio terze, con spiccate capacità professionali, la gestione dell'intero patrimonio del fondo o di parte di esso²¹⁸. Alcuni esempi sono rappresentati da *Korea Investment Corporation* che si stima abbia affidato a gestori esterni la gestione di tre-quarti dell'intero *asset under management* pari a \$20 miliardi²¹⁹ e da *Temasek Holdings*²²⁰, ma sembra che anche *China Investment Corporation* si stia muovendo in questa direzione; inoltre da una recente indagine effettuata presso *asset managers* che hanno contatti con i principali fondi sovrani, sembra che tale tendenza sia destinata a proseguire nel prossimo futuro²²¹.

Vi è peraltro da sottolineare come i meccanismi di gestione dei fondi sovrani non siano sempre semplici da identificare, così come i meccanismi di controllo del processo di gestione²²². Con riferimento alle attività di *internal audit* ad esempio, per la maggior parte dei fondi sovrani è molto difficoltoso il reperimento di informazioni, anche se è presumibile che forme di controllo interno

²¹⁵ Cfr CLARK G.L., *Temptation and the virtues of long-term commitment: the governance of sovereign wealth fund investment*, febbraio 2009, p 17; Working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

²¹⁶ Si ricorda che un'articolata trattazione dei Principi di Santiago verrà effettuata nel capitolo seguente.

²¹⁷ Cfr INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices*, cit, 2008, p 17.

²¹⁸ Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Fund*, 2008, cit, p 12: “For instance, some countries use respected international auditors, outside fund managers, imported foreign talent, and board members to demonstrate their professionalism and independence”.

²¹⁹ Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 2007, cit, p 10.

²²⁰ Cfr GOLDSTEIN A., *Temasek: fondo sovrano o reincarnazione dell'IRI nello stretto di Malacca?*, in *Osservatorio Monetario*, 2008, cit, p 56.

²²¹ Clark e Monk nel 2009 hanno intervistato 146 *asset managers* in continuo contatto coi principali fondi sovrani; tra le domande poste è stato loro chiesto di valutare se è ipotizzabile che i fondi sovrani in futuro gestiscano le risorse finanziarie “in casa” o esternalizzino la gestione presso *managers* esterni: il 49% delle risposte confermava l'ipotesi di gestione in *outsourcing* a fronte di un 25% in disaccordo; un 18% si dichiarava neutrale, mentre il rimanente 7% non sicuro delle evoluzioni future. Cfr CLARK G.L., MONK A.H.B., *The Oxford Survey of Sovereign Wealth Funds' Asset Managers*, Centre for Employment, Work and Finance, University of Oxford, luglio 2009; Working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

²²² A tal riguardo Dell'Atti e Miglietta nel 2009, analizzando i siti internet dei fondi sovrani arabi per arrivare a costruire un nuovo indicatore di trasparenza noto come *Web Site Disclosure Index*, hanno sottolineato come sia “molto meno frequente l'utilizzo di indicatori più importanti, come la presenza dell'Annual Report, l'indicazione degli *Asset under Management*, la presenza di informazioni sui processi di gestione degli investimenti, sul *risk management*, sulle attività di *auditing*”. Cfr DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, 2009, cit, p 54.

siano presenti all'interno della *governance* di ogni fondo²²³. In alcuni SWFs- si veda lo *State Oil Fund* di Azerbaijan- l'attività di *internal audit* è svolta da *auditor* esterni, nella maggior parte dei casi sono presenti *Audit Committee*: in *Mubadala Development Company*, negli Emirati Arabi Uniti, l'*Audit Committee* interagisce con il consiglio di amministrazione, riportando problematiche relative alla gestione finanziaria del fondo, alla redazione dei *financial statements*, e verifica il corretto funzionamento dei sistemi di *risk management*²²⁴. In altri casi, il *Kuwait Investment Authority* ne è un esempio, in aggiunta agli *auditors* esterni è presente un *Internal Audit Office*, che riferisce direttamente all'amministratore delegato, ma le cui funzioni non sono ben specificate²²⁵.

Qualsiasi sia la forma prescelta, l'*internal auditing* in un fondo sovrano ha una funzione di *compliance*, ovvero di adeguamento delle attività del fondo alle disposizioni statutarie, di *review* delle operazioni intraprese dal fondo in modo che siano coerenti con le linee guida stabilite dal consiglio di amministrazione o dallo *Steering Committee*, e di reportistica agli organi direttivi.

Per ciò che riguarda l'attività di *risk management*, i principi generali sono stabiliti dal consiglio di amministrazione nel caso dei fondi costituiti come entità autonoma, e dal Ministero delle Finanze nei fondi costituiti come *pool* di *assets*; mentre obiettivi più specifici sono stabiliti dai gestori del fondo in accordo con il *Risk Management Committee*²²⁶. Le principali tipologie di rischio prese in considerazione sono il rischio di credito, di liquidità e di valuta, anche se alcuni fondi sovrani iniziano a considerare il rischio operativo²²⁷. Le più comuni misure di rischio adottate sono i *credit-ratings*, i modelli *value-at-risk*, la *tracking-error volatility*- nel caso il fondo adotti un *benchmark*²²⁸- e la *duration*, anche se, nonostante l'assenza di regolamentazione in materia di *asset allocation*, alcuni fondi hanno introdotto limiti di concentrazione con riferimento sia alle differenti *asset class*, sia agli strumenti finanziari oggetto di investimento. Nonostante i Principi di Santiago invochino una maggior *disclosure* dei SWFs con riferimento all'attività di *risk management*²²⁹, le informazioni rese pubblicamente disponibili sono limitate, seppur con qualche eccezione: se nel

²²³ Cfr HAMMER C., KUNZEL P., PETROVA I., *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*, 2008, cit, p 11: "All respondents indicate that they have internal audit arrangements in place..External audits are in most cases performed by independent, internationally recognized accounting firms. Few SWFs have their accounts audited by Auditor Generals, another independent government agency or the Ministry of Finance itself".

²²⁴ Cfr MUBADALA DEVELOPMENT COMPANY, ANNUAL REPORT 2009, p 20.

²²⁵ Cfr <http://www.kia.gov.kw>.

²²⁶ Il *Risk Management Committee* nel *China Investment Corporation* "is responsible for setting company-wide strategy, risk management systems and policies, defining exposure thresholds, reviewing and finalizing reports concerning risk management, and establishing risk control and evaluation criteria. The review process is governed by the risk requirements set out by the Board of Directors and The Executive Committee". Cfr <http://www.china-inv.cn>.

²²⁷ Cfr HAMMER C., KUNZEL P., PETROVA I., *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*, 2008, cit, p 16: "Several SWFs point out that operational risk is controlled through separation of responsibilities, including front, middle, and back offices".

²²⁸ La trattazione relativa ai *benchmark* adottati dai fondi sovrani sarà svolta nel paragrafo seguente.

²²⁹ Cfr IWG, *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices: "Santiago Principles"*, cit, p 24, GAPP 22.2, *Subprinciple*: "The general approach to the SWFs risk management framework should be publicly disclosure".

caso di *China Investment Corporation* vengono solamente descritte le funzioni e la composizione del *Risk Management Committee*²³⁰, in *Abu Dhabi Investment Authority* viene esplicitato un “*risk framework*”²³¹, in cui il *Managing Director*, con la collaborazione dell’*Investment Committee* e dello *Strategy Committee*, è responsabile della gestione dei rischi, le cui tipologie non sono identificate chiaramente²³². Invece nel *Government Pension Fund-Global* norvegese l’informativa è molto dettagliata²³³: il Ministro delle Finanze stabilisce il limite massimo di rischio accettabile nella gestione attiva con riferimento all’*expected tracking error*, al grado di concentrazione delle esposizioni azionarie rispetto all’indice di riferimento (*concentration analysis*), all’esposizione ai fattori di rischio sistematico (*factor exposure*), al rischio di liquidità²³⁴.

Dalla trattazione finora compiuta si può notare come il processo di gestione possa avvenire attraverso l’utilizzo di strutture organizzative estremamente differenziate in relazione al grado di complessità: si passa da un estremo in cui vi è una struttura snella e minimale- questo è il caso di *Qatar Investment Authority*- formata da un consiglio di amministrazione, che determina gli obiettivi di investimento in termini di *asset allocation* strategica, le linee guida relativamente all’attività di *risk management* e il Codice di condotta del fondo, e da un *Executive Management*, responsabile delle operazioni giornaliere, il cui controllo viene effettuato da uno *State Audit Bureau*²³⁵, ad estremi in cui vi sono strutture organizzative complesse come nel caso del *China Investment Corporation*. In quest’ultimo caso, oltre al consiglio di amministrazione e all’*Investment Committee*, vi è da segnalare la presenza dell’*International Council Advisory*, che si occupa dell’analisi macroeconomica e delle problematiche relative agli investimenti esteri, interagendo con l’*Executive Committee*, il cui compito consiste nell’implementazione delle operazioni giornaliere del fondo: tale comitato si avvale della collaborazione di numerosi dipartimenti specializzati in specifici settori (ad esempio il *Public Market Investment Department* è specializzato nella costruzione di portafogli di titoli azionari, obbligazionari seguendo le linee guida determinate

²³⁰ Cfr <http://www.china-inv.cn>.

²³¹ Cfr <http://www.adia.ae>.

²³² Cfr <http://www.adia.ae>: “We operate numerous risk-control mechanism at a departmental level. For Market and Counterparty risks these include information systems capable of storing and evaluating a range of risk criteria or investment guidelines within each managed portfolio, together with relevant trading limits. These systems allow for both pre-trade and post-trade compliance checking”. Allo stesso modo in *Korea Investment Corporation* viene identificato un *Risk Management Steering Committee* responsabile della gestione dei rischi, il quale deve produrre un’accurata reportistica sui metodi e le procedure adottate al consiglio di amministrazione. Cfr KOREA INVESTMENT CORPORATION, *Investment Policy Statement*, marzo 2011, disponibile sul sito <http://www.kic.go.kr>.

²³³ Cfr <http://www.nbim.no/en>.

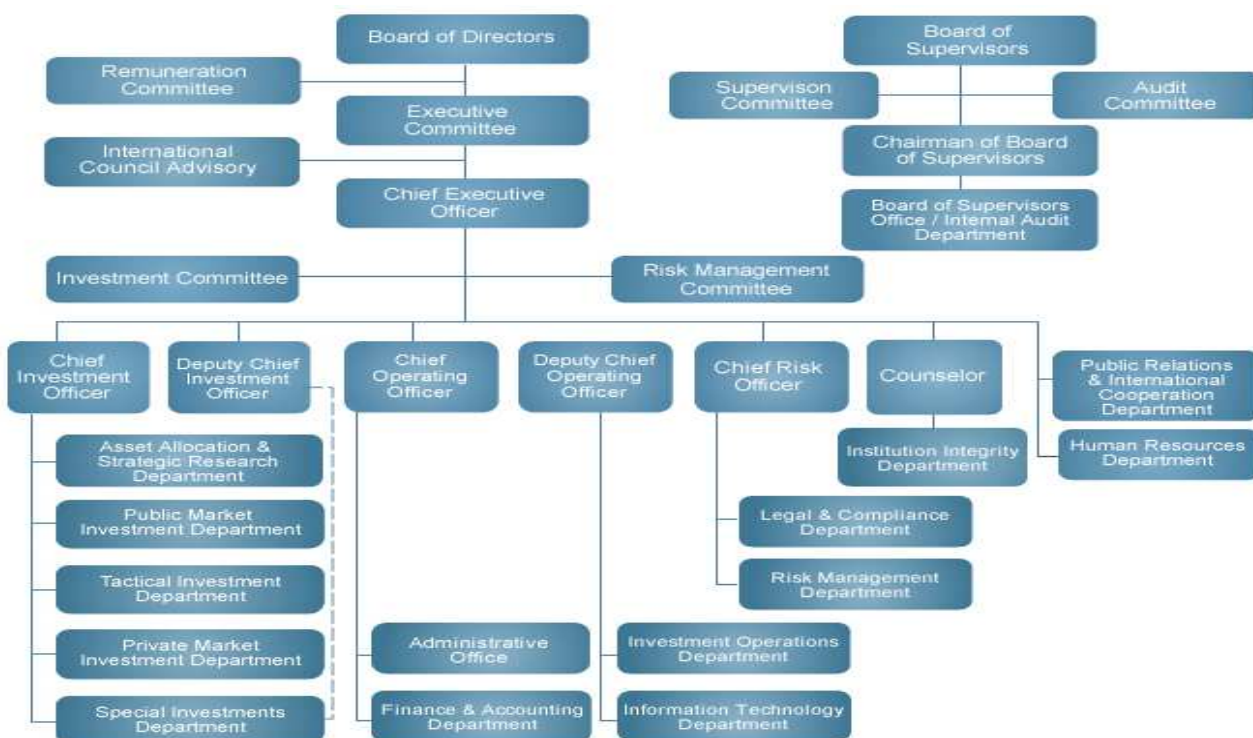
²³⁴ Un’informazione così dettagliata è fornita anche da *Mubadala Development Company*, nel cui “*risk management frame work*” vengono declinate tutte le tipologie di rischio affrontate. Cfr MUBADALA ANNUAL REPORT 2009 pp 83-85, disponibile sul sito <http://www.mubadala.ae>.

²³⁵ In *Qatar Investment Authority* sembra che il Comitato Esecutivo svolga anche funzioni di *risk management*. Cfr <http://www.qia.qa>.

dall'*Investment Committee*²³⁶), mentre l'attività di supervisione dell'intero processo di gestione è affidata al *Board of Supervisors*, formato da un *Supervision Committee* e da un *Audit Committee* (grafico 10).

• **Grafico 10**

• **Struttura organizzativa di *China Investment Corporation***



Fonte: <http://www.china-inv.cn/cicen/governance>.

Dopo aver analizzato il processo di gestione e le strutture organizzative ad esso deputate è opportuno esaminare, quale fase terminale, il regime di reportistica, l'*accountability framework*²³⁷; anche qui è opportuno distinguere in relazione alla struttura giuridica del fondo sovrano:

- Nei casi in cui assuma la veste di *pool* di *assets*, il Ministro delle Finanze, spesso responsabile degli aspetti gestionali, informa il Parlamento delle attività svolte dal fondo, su base trimestrale o annuale; la reportistica consiste in un *annual* o *quarter report* sottomesso al Parlamento stesso o ad una Commissione parlamentare contenente le strategie di investimento, la composizione del portafoglio in termini di *asset allocation* e *stock picking* e le performance ottenute su base annuale, accompagnato talvolta da un *business plan*

²³⁶ Per una spiegazione maggiormente dettagliata dei dipartimenti si veda ARDUINO A., *Il fondo sovrano cinese*, cit, 2009, pp 82 e ss.

²³⁷ Cfr IWG, *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices: "Santiago Principles"*, cit, p 17, GAPP. 10, Principle: "The accountability framework for the SWF's operations should be clearly defined in the relevant legislation, charter, other constitutive documents. or management agreement".

previsionale²³⁸. In questa fattispecie rientra ad esempio il *Government Pension Fund-Global*, in cui il Ministro delle Finanze riferisce al Parlamento le performance e il grado di rischio a cui è esposto il fondo²³⁹.

- Nei casi in cui il fondo sovrano sia costituito in forma di entità autonoma, regolato dalla legge del Paese di appartenenza, il Consiglio di Amministrazione informa non solo il Parlamento, ma anche il Ministero delle Finanze riguardo all'andamento del fondo. Questo avviene ad esempio in *Kuwait Investment Authority*, in cui l'*annual statement* è prima presentato al *Council of Minister (Kuwait's Cabinet)*, poi alla *National Assembly (Kuwait's Parliament)*²⁴⁰, ma anche nell'*Australian Future Fund*²⁴¹.
- Quando il SWF assume la forma di società a struttura pubblica con l'azionariato detenuto dallo Stato, il consiglio di amministrazione deve informare i suoi azionisti delle performance ottenute, ovvero il governo, rappresentato dal Ministro delle Finanze; questo è ciò che avviene ad esempio nel *Government of Investment Corporation* di Singapore²⁴².

Vi è anche da sottolineare come l'*Annual Report*, la cui redazione non segue standard condivisi a livello internazionale²⁴³, solo in alcuni casi viene messo a disposizione del pubblico nel sito ufficiale del fondo sovrano o in qualsiasi altra forma: se si considerano i fondi sovrani del *Middle East- North Africa*, sono rarissimi i casi in cui si può consultare tale documento- un esempio è rappresentato da *Mubadala Development Company*-, pertanto, dati gli elevati *asset under management*, la limitata *disclosure* potrebbe insinuare preoccupazioni inerenti il perseguimento di obiettivi strategico-politici rispetto ad obiettivi finanziari. Analizzando i fondi *non-commodity*, gli *annual report* sono più frequenti: alcuni fondi-*Temasek Holdings*, *GIC*, *Australian Future Funds*- lo redigono su base biennale, altri- *China Investment Corporation*- su base annuale²⁴⁴.

²³⁸ Cfr HAMMER C., KUNZEL P., PETROVA I., *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*, 2008, cit, p 10.

²³⁹ Cfr <http://www.nbim.no/en>.

²⁴⁰ Cfr AL SA'AD B.M., *Overview on the Kuwait Investment Authority and issues related to sovereign wealth funds*, Key Note Speech at the First Luxembourg Foreign Trade Conference, aprile 2008, pp 3-4.

²⁴¹ Cfr FUTURE FUND ANNUAL REPORT 2009-2010 pp 34-35: "*The legislation provides the government, through the responsible Minister, with oversight of the Funds subject to the arrangements that establish the independence of the Board...At the same time the legislation provides accountability arrangements, including the tabling in Parliament of an Annual Report and audit financial statement*"; report disponibile sul sito <http://www.futurefund.gov.au>.

²⁴² Cfr GIC ANNUAL REPORT 2009-2010, pp 28: "*The government, which is represented by the Ministry of Finance in its dealing with GIC, neither direct nor interferes in the company's investment decision. It holds the GIC board accountable for the overall portfolio performance*"; report disponibile sul sito <http://www.gic.com.sg>.

²⁴³ Solo in limitati casi viene redatto un *financial statement* in accordo con gli IFRS; nella maggior parte dei casi vengono applicati principi nazionali, in particolar enei fondi sovrani arabi. Cfr HAMMER C., KUNZEL P., PETROVA I., *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*, 2008, cit, p 10.

²⁴⁴ Le informazioni contenute non sono peraltro omogenee: mentre negli *annual report* di GIC viene delineata in modo chiaro la situazione patrimoniale del fondo, l'*asset al location* perseguita e la composizione di portafoglio congiuntamente alle performance ottenute, in *China Investment Corporation*, le informazioni riguardanti composizione del portafoglio e performance sono molto scarse. Cfr GIC ANNUAL REPORT 2009-2010, cit, CHINA INVESTMENT CORPORATION ANNUAL REPORT 2009, disponibile sul sito <http://www.china-inv.cn>.

Nel paragrafo successivo, anche avvalendosi delle informazioni presenti negli *Annual Report*, si cercherà di analizzare in maniera dettagliata l'*asset allocation* e lo *stock picking* dei fondi sovrani, anche con riferimento alla recente crisi finanziaria.

2.2 L'*asset allocation* dei Fondi Sovrani

2.2.1 Considerazioni introduttive

L'analisi delle scelte di portafoglio dei fondi sovrani è uno degli aspetti che ha destato maggiori interessi e su cui ha indagato negli ultimi anni la comunità scientifica. Dal 2007 ad oggi, tre sono state le modalità attraverso le quali i diversi contributi hanno indagato le scelte di portafoglio dei fondi sovrani: *in primis* è stata esaminata l'*asset allocation* strategica, settoriale e geografica. In ambito più generale sono stati esaminati altri due aspetti inerenti le scelte di investimento di tali veicoli di investimento, rappresentati rispettivamente dall'impatto dei fondi sovrani nella *corporate governance* delle imprese partecipate- nel caso di investimenti azionari- e dall'impatto complessivo esercitato da tali attori nei mercati finanziari internazionali.

Gli studi²⁴⁵ che hanno analizzato le scelte di *asset allocation* strategica, settoriale e geografica sono stati compiuti considerando le modalità di *funding*, gli obiettivi perseguiti, l'orizzonte temporale di investimento, anche al fine di cogliere eventuali similitudini o differenze rispetto ad altri investitori istituzionali. Alcuni autori recentemente²⁴⁶ si sono spinti fino ad ipotizzare un portafoglio ottimale per alcune categorie di fondi (*commodity*), assumendo come vincolo il fatto che parte della ricchezza nazionale di un Paese è costituita da una materia prima, nella maggior parte dei casi il petrolio.

Un secondo filone di studi²⁴⁷ è incentrato sull'impatto dei fondi sovrani nella *governance* d'impresa, soffermandosi da un lato sull'analisi della reazione dei mercati finanziari in seguito

²⁴⁵ Si veda, tra gli altri, BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, 2008, cit, pp 1-63; AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, 2009 cit, pp 1-50, CHHAOCHHARIA V., LAEVEN L.A., *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, luglio 2009, pp 1-52, working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>. KUNZEL P., LU Y., PETROVA I., PIHLMAN J., *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds- A Shifting Paradigm*, International Monetary Fund, IMF Working Paper, gennaio 2011, pp 1-16.

²⁴⁶ Cfr SCHERER B., "Portfolio Choice For Oil-Based Sovereign Wealth Funds", *Journal of Alternative Investments*, Winter 2011, vol 13, issue 3, pp24-34; BALDING C., YAO Y., *Portfolio allocation for Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity Based National Wealth*, HSBC Business School, Peking University Graduate School Shenzhen, China, 2011, working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

²⁴⁷ Si veda, tra gli altri, BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, 2009, cit, pp 1-49, FERNANDES N., *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World*, IMD International, febbraio 2009, pp 1-44, DEWENTER K.L., HAN X., MALATESTA P.H.,

all'annuncio di acquisizione di partecipazioni in imprese quotate, dall'altro nella verifica dell'eventuale funzione di *monitoring* effettuata dagli stessi fondi nelle imprese partecipate, similmente ad altri investitori istituzionali (che in ultima istanza si traduce nel dibattito tra attivismo e passivismo di tali fondi).

Un terzo gruppo di ricerche²⁴⁸ è volto a stimare l'impatto di modifiche future nell'*asset allocation* dei fondi sovrani su particolari segmenti dei mercati finanziari- ad esempio il minore finanziamento del debito pubblico americano in ipotesi di mutamento di strategia da parte di alcuni fondi tra cui è opportuno citare il *China Investment Corporation*²⁴⁹.

Ai fini di condurre l'indagine in materia di *asset allocation*, nel presente lavoro si assumerà come ipotesi che i fondi sovrani applichino gli stessi principi di gestione del portafoglio di investitori istituzionali quali fondi comuni di investimento o fondi pensione. Infatti in precedenza i fondi sovrani sono stati inclusi nella categoria degli investitori istituzionali²⁵⁰ e, considerando che gli stessi investitori istituzionali adottano particolari principi di gestione del portafoglio, di conseguenza è ipotizzabile che i SWFs applichino le stesse logiche di gestione.

Tale comparazione è peraltro resa più problematica da un lato a causa di una specificità strutturale che differenzia i fondi sovrani e i fondi comuni di investimento, rappresentata dalle differenti modalità di *funding*, dall'altro dal basso livello di trasparenza riscontrabile in tali veicoli di investimento.

1. I fondi comuni di investimento raccolgono risorse finanziarie provenienti da un pluralità di investitori e quindi, in ultima istanza, dal risparmio privato. Per i fondi sovrani le risorse finanziarie provengono alternativamente da ricavi derivanti dalle vendite di materie prime (*commodity* SWFs) o da trasferimenti di riserve in valuta estera in eccesso effettuati dalla Banca Centrale, oppure ancora da trasferimenti fiscali governativi (*non-commodity* SWFs). Pertanto per i fondi *non-commodity* la principale differenza riguarda il soggetto conferente le risorse finanziarie (non più privato, ma pubblico), mentre, per i fondi *commodity*, la dipendenza delle risorse finanziarie conferite dall'andamento dei prezzi delle materie prime, pone diverse problematiche in termini di *asset & liability management*, non riscontrabili negli altri investitori istituzionali. Ad esempio i Paesi che hanno costituito un fondo sovrano per proteggersi dalle fluttuazioni dei prezzi del petrolio hanno l'esigenza di investire in attività che presentano una bassa o negativa correlazione con la materia prima in questione.

Firm Value and Sovereign Wealth Fund Investments, agosto 2009, pp 1-58, working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

²⁴⁸ Cfr ALBEROLA E., SERENA J.M., "Reserves, SWFs and the Resilience of Global Imbalances", 2008, cit, pp 315-343, BECK R., FIDORA M., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, 2008, cit., pp 1-30.

²⁴⁹ Nei paragrafi successivi verranno analizzati gli aspetti sopra citati.

²⁵⁰ Si rimanda al paragrafo 1.5 per la trattazione.

2. Il basso livello di trasparenza è dato dal fatto che non sempre tali veicoli di investimento rendono pubbliche le informazioni riguardanti l'*asset allocation* strategica e geografica, né le principali posizioni detenute. Da un'analisi effettuata ai fini del presente lavoro, su un universo di 56 fondi sovrani, 37 dispongono di un sito internet (il 66%) e solo 16 (il 29%) hanno predisposto un *Annual Report* in cui trovare alcune informazioni sulle *asset classes* detenute²⁵¹; nei casi in cui non viene redatto un *Annual Report*, ma vi è un sito internet, le informazioni sono minimali, e riguardano nella maggior parte dei casi gli strumenti finanziari in cui investe il fondo²⁵².

2.2.2 Research questions

Nell'indagare l'*asset allocation* dei fondi sovrani è opportuno tenere in considerazione il fatto che tali veicoli di investimento perseguano un obiettivo di carattere istituzionale. A seconda della tipologia di fondo esaminata, si ricorda che i SWFs possono perseguire logiche di stabilizzazione, nel caso in cui cerchino di neutralizzare il bilancio statale dall'eccessiva volatilità dei prezzi di una o più materie prime presenti nel suolo nazionale oppure logiche di risparmio, nel caso in cui cerchino di trasferire la ricchezza nazionale alle generazioni successive o per far fronte a futuri *deficit* pensionistici (*Sovereign Pension Reserve Funds*, SPRFs). In alternativa sono deputati alla gestione delle riserve in valuta in eccesso, rispetto a quelle detenute dalla Banca Centrale per obiettivi di politica monetaria, oppure ad investire *surplus* fiscali provenienti dallo Stato (come ad esempio avviene nelle società di investimento governative).

Tali obiettivi di carattere istituzionale possono essere raggiunti attraverso una gestione finanziaria improntata alla massimizzazione del binomio rischio/rendimento. Infatti, dato che gli investitori istituzionali perseguono tale logica e i fondi sovrani hanno un simile comportamento agli investitori istituzionali, allora si può dire che anche i fondi sovrani cerchino di massimizzare il rapporto rischio/rendimento, ancorchè subordinatamente agli obiettivi di carattere istituzionale perseguiti.

²⁵¹ In alcuni fondi sovrani dell'area medio-orientale- *International Petroleum Investment Company*, *Mubadala Development Company*-viene messo a disposizione un *financial statement* in cui vengono riportati i risultati del fondo, ma non vengono date informazioni dettagliate in relazione ad *asset allocation* e *stock picking*; nel caso di *Mubadala Development Company* ad esempio vengono analizzati i settori nei quali il fondo sovrano è attivo, ma non le quote percentuali destinate ad ognuno di essi. In *Mumtalakat Holding Company* del Bahrain vengono solo forniti i nomi di alcune imprese partecipate dal fondo, senza indicarne la quota detenuta, la data di acquisizione o il peso all'interno del portafoglio. Cfr <http://www.mubadala.ae>, <http://www.bmhc.bh>.

²⁵² Nel sito di *Qatar Investment Authority*, nella parte relativa alla strategia di investimenti del fondo, le uniche informazioni rese pubbliche sono le seguenti: "Although the Qia was formed as recently as 2005, it has already built up a strong track record of diversified investments, ranging from listed securities, property, alternative assets and private equity. Cfr <http://www.qia.qa>.

Date queste premesse, l'obiettivo della presente verifica empirica consiste nello sviluppare una analisi comparata tra i SWFs e gli altri veicoli di investimento al fine di valutare, se, date le finalità, le particolari forme di governance e le specificità gestionali ed operative che caratterizzano i SWFs, questi veicoli possano essere equiparati agli Investitori Istituzionali tipici del settore del risparmio gestito. In particolare, nel presente lavoro vengono formulate le seguenti *research questions*.

Pur essendo i SWFs caratterizzati da obiettivi istituzionali specifici, ci si chiede:

1. se l'attività di *asset allocation* è caratterizzata dagli stessi elementi degli altri Investitori Istituzionali²⁵³ (*time horizon, equity risk premium, illiquidity premium, home bias*);
2. se i SWFs sono caratterizzati dal fenomeno del c.d. "*political bias*" ovvero dall'influenza di logiche di natura politica nella gestione del portafoglio. Questa distorsione, peculiare dei veicoli di investimento governativi, potrebbe essere provocata da elementi di natura interna (*internal political bias*) conseguenti alla struttura di *governance* del fondo sovrano o da elementi di natura esterna (*external political bias*), relativi a situazioni di carattere congiunturale.

L'orizzonte temporale di riferimento (*time horizon*) incide a seconda degli obiettivi istituzionali perseguiti. Ad esempio i fondi di stabilizzazione, dato il fine di isolare i bilanci pubblici dalla volatilità dei prezzi delle materie prime, è probabile che abbiano orizzonti temporali di investimento di breve termine, a differenza dei fondi di risparmio o dei *Sovereign Pension Reserve Fund's* (SPRFs) i quali, dato il loro obiettivo di trasferimento della ricchezza nazionale in ottica intergenerazionale, si presume che abbiano orizzonti temporali di medio-lungo termine. Similmente i fondi che gestiscono le riserve in eccesso (*reserve investment corporations*) si presume che perseguano orizzonti temporali di medio-lungo termine, dato il loro obiettivo di conseguire rendimenti superiori rispetto alla gestione delle riserve in valuta estera attuata dalle Banche Centrali.

Dal punto di vista dell'*asset allocation* ottimale, occorre sottolineare come ad orizzonti temporali di investimento più lunghi sia associata una maggiore tolleranza al rischio. Ciò comporta che, all'allungarsi dell'*holding period*²⁵⁴, la percentuale di azioni detenuta in portafoglio dovrebbe

²⁵³ Come noto numerosi sono i fattori nell'ambito della gestione collettiva del risparmio che incidono nel portafoglio degli investitori istituzionale. Tra questi è opportuno ricordare: il livello dei tassi di interesse, la crescita del Prodotto Interno Lordo, l'inflazione, la tolleranza al rischio idiosincratICA e sistematica. Per maggiori approfondimenti si rinvia a INTERNATIONAL MONETARY FUND, "Long-Term Investors and Their Asset Allocation", in *Global Financial Stability Report*, cap 2, settembre 2011, pp 1-48.

²⁵⁴ Per *holding period* si intende l'intervallo di tempo intercorrente tra l'acquisto di un determinato titolo e la successiva vendita.

aumentare rispetto alla componente obbligazionaria²⁵⁵ - a ciò è associato l'*equity risk premium* che verrà esaminato nel punto seguente.

Pertanto sembra opportuno attendersi che i fondi sovrani con un orizzonte temporale di investimento di breve termine-tipicamente i fondi di stabilizzazione-abbiano una quota consistente del portafoglio investita in strumenti finanziari a basso grado di rischio, ovvero strumenti del mercato monetario o obbligazioni caratterizzate da bassa *duration* ed elevato *rating*, in modo tale da poter far fronte ad imprevisti e repentini deflussi di cassa. In tal modo l'*asset allocation* di tali fondi non si differenzerebbe molto dalla gestione delle riserve in valuta effettuata dalle Banche Centrali.

Di contro i fondi sovrani con orizzonte temporale di medio-lungo periodo, tipicamente i fondi di risparmio e i SPRFs, ma anche le *reserve investment corporations*, è probabile che abbiano un portafoglio in cui viene sovrappesata la componente azionaria rispetto a quella obbligazionaria e in cui possa esserci una quota, anche rilevante, di *alternatives assets* (*private equity*, *hedge funds*, *real estate*).

L'*equity risk premium*, ovvero l'extra-rendimento che una singola azione o il mercato azionario nel suo complesso ottengono rispetto al tasso *risk-free*²⁵⁶: dato che nel lungo periodo è stato dimostrato che le azioni hanno sovraperformato altre *asset classes*²⁵⁷-tra cui si possono citare le obbligazioni a breve/medio e lungo termine, gli strumenti del mercato monetario e gli strumenti correlati all'inflazione- non solo negli Stati Uniti²⁵⁸, ma in qualsiasi Paese sviluppato²⁵⁹, sarebbe lecito

²⁵⁵ Siegel nel 2003 ha dimostrato-esaminando l'arco temporale 1802-2001- che le azioni, a differenza dei titoli di stato, per *holding periods* superiori a 17 anni, non hanno mai generato rendimenti reali negativi; estendendo l'*holding period* fino a 30 anni, la probabilità che i rendimenti azionari superassero i rendimenti obbligazionari a breve e lungo termine era prossima al 100% (infatti per orizzonti temporali di 30 anni, anche fissando come momento di implementazione di una strategia *buy and hold* i momenti di massimo relativo del mercato azionario, la ricchezza accumulata investendo in strumenti azionari è pari ad almeno il 400% della ricchezza accumulata investendo in titoli di stato a lungo termine). Infatti, anche se nel breve periodo le azioni presentano un rischio maggiore rispetto alle obbligazioni in termini di scarto quadratico medio, per *holding periods* di 15-20 anni lo scarto quadratico medio dei rendimenti annui dei titoli azionari al netto dell'inflazione è inferiore rispetto a quello dei titoli di stato. Cfr SIEGEL J.J.(a cura di), *Rendimenti finanziari e strategie di investimento*, 2003, cit, pp 43-46.

²⁵⁶ Damodaran lo definisce come "*the premium that investors demand for the average risk investment, and by extension, the discount that they apply to expected cash flows with average risk. When equity risk premium rise, investors are charging a higher price for risk and will therefore pay lower prices for the same set of risky expected cash flows*"; cfr DAMODARAN A., *Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications- The 2010 Edition*, Stern School of Business, febbraio 2010, p 4.

²⁵⁷ Tutti e tre gli approcci principalmente utilizzati nella stima dell'*equity risk premium* dimostrano l'*overperformance* dei titoli azionari nel lungo periodo. Essi si identificano nel *survey premium*, ovvero nei sondaggi effettuati presso un subset di investitori, managers ed accademici, attraverso i quali si richiedevano le aspettative riguardanti i rendimenti futuri dei titoli azionari; nell'*historical premium*, maggiormente utilizzato, in cui viene valutato, utilizzando dati storici, il rendimento passato dei titoli azionari rispetto agli investimenti privi di rischio; nell'*implied premium*, attraverso il quale si cerca di stimare il premio al rischio futuro basandosi sul premio al rischio attuale, implicito nei tassi di mercato o nei prezzi dei titoli azionari trattati in mercati regolamentati. Per maggiori approfondimenti si rinvia a DAMODARAN A., *Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications- The 2010 Edition*, cit, pp 15-23.

²⁵⁸ Applicando l'approccio storico con riferimento agli USA, Mehra nel 2003, aggiornando i dati del contributo di Mehra e Prescott del 1985, ha stimato l'*equity risk premium* pari al 6,9% per il periodo 1889-2000- questo valore è dato dalla differenza tra il rendimento medio reale del mercato azionario statunitense pari al 7,9% per i 110 anni passati e il rendimento medio reale ottenuto dai T-bills pari all'1%; prendendo come base i dati di Siegel (1998) per il periodo

attendarsi che i fondi sovrani di risparmio, i SPRFs e le *reserve investment corporations* detengano un portafoglio sovrappeso in titoli azionari, in modo tale da poter conseguire un extra-rendimento legato alla detenzione di tali titoli.

L'*illiquidity premium*, ovvero l'extra-rendimento richiesto dagli investitori per detenere un'attività meno liquida²⁶⁰: per i fondi sovrani che investono con un orizzonte temporale di lungo periodo sarebbe opportuno includere all'interno del portafoglio una quota di *asset class* alternative, quali fondi di *private equity*, *hedge funds*, *real estate*, in modo tale da poter sfruttare il maggior rendimento offerto da attività illiquide²⁶¹. Ad esempio i già citati *endowment funds*, che hanno orizzonti temporali di lungo termine similmente ai fondi di risparmio e ai SPRFs, in media collocano circa il 30% del loro portafoglio in *alternatives*, proprio per sfruttare l'*illiquidity premium*²⁶².

1802-1998, lo stesso autore ha stimato l'*equity risk premium* pari al 4,1%; in uno degli studi più recenti Damodaran nel 2010 ha stimato il premio al rischio del mercato statunitense per il periodo 1928-2009 pari al 7,53% (per il periodo 1997-2009 risulta pari al -1,59%). Cfr MEHRA R., PRESCOTT E.C., "The Equity Premium: A Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, 1985, vol 15, n 2, pp 145-1616; SIEGEL J., *Stocks for the Long Run*, Irwin, New York, 1998, seconda edizione; MEHRA R., "The Equity Premium: Why Is It a Puzzle?", *Financial Analysts Journal*, 2003, vol 59, n 1, pp 54-69; DAMODARAN A., *Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications- The 2010 Edition*, cit, p 25.

²⁵⁹ Damodaran ha calcolato l'*equity risk premium* per la maggior parte dei Paesi sviluppati per il periodo 1900-2005, sia con riferimento alle obbligazioni a breve termine sia con riferimento alle obbligazioni a lungo termine; nel primo caso varia da un minimo del 4,51% della Danimarca ad un massimo del 10,46% dell'Italia; nel secondo caso varia da un minimo del 3,27% della Danimarca ad un massimo del 9,98% del Giappone. La media a livello mondiale (ad esclusione degli USA) è del 5,93% con riferimento alle obbligazioni a breve termine e del 5,18% prendendo come base le obbligazioni a lungo termine. Nel periodo 2000-2009 l'*equity risk premium* globale-ad esclusione degli USA- è negativo (-5,20%). Cfr DAMODARAN A., *Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications- The 2010 Edition*, cit, pp 28-29.

²⁶⁰ In questo lavoro si è scelto di utilizzare il termine *illiquidity premium*-coerentemente con Khandani e Lo (2009)-nonostante gran parte della comunità scientifica utilizzi il termine *liquidity premium* per indicare il maggior rendimento connesso alla detenzione di un'attività meno liquida; in tal modo viene evidenziato il fatto che il rischio, non la sicurezza, di detenere un'attività meno liquida richiede un maggior rendimento, *ceteris paribus*, rispetto alla detenzione di un'attività liquida. I primi studi sull'argomento riguardavano il mercato obbligazionario e sottolineavano il fatto che le emissioni maggiormente recenti in un dato segmento della curva dei rendimenti (le cosiddette emissioni *on-the-run*) venivano prezzate con un rendimento minore rispetto alle emissioni meno recenti (*off-the-run*), principalmente sul mercato statunitense e giapponese. Gli ultimi studi si sono maggiormente concentrati sul maggior rendimento richiesto per detenere *asset class* alternative, come *hedge funds*, e fondi di *private equity* rispetto alle attività maggiormente liquide, come ad esempio titoli di stato a breve termine. Per maggiori approfondimenti si veda BRANDT M., KAVAJECZ K., "Price Discovery in the U.S. Treasury Market: The Impact of Orderflow and Liquidity on the Yield Curve", *Journal of Finance*, 2004, 59, n 6, pp 2623-2654; SINGLETON K., "Yield Curve Risk in Japanese Government Bond Markets", *International Review of Finance*, 2004, n 1, pp 97-121; KHANDANI A.E., LO A.W., *Illiquidity Premium in Asset Returns: An Empirical Analysis of Hedge Funds, Mutual Funds, and U.S. Equity Portfolios*, giugno 2009, pp 1-59, working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

²⁶¹ Khandani e Lo nel 2009 hanno dimostrato come gli *hedge funds* nel periodo 1986-2006 abbiano avuto un *illiquidity premium* medio annuo pari al 3,96%; all'interno del campione considerato dagli autori gli *hedge funds* che perseguivano strategie che comportavano l'acquisto e la detenzione di strumenti finanziari maggiormente illiquidi-tipicamente la *Convertible Arbitrage* e la *Fixed Income Arbitrage*-hanno presentato un *illiquidity premium* maggiormente elevato, rispettivamente il 9,91% e il 7,08%. Cfr KHANDANI A.E., LO A.W., *Illiquidity Premium in Asset Returns: An Empirical Analysis of Hedge Funds, Mutual Funds, and U.S. Equity Portfolios*, giugno 2009, p 44.

²⁶² Cfr MERCER, *Best Practice Asset Allocation and Risk Management for Sovereign Wealth Funds*, settembre 2008, p 8.

Se si intrecciano tali fattori critici con le peculiari modalità di *funding* e le politiche in materia di *asset & liability management* dei fondi sovrani, è interessante effettuare una serie di considerazioni riguardanti *in primis* riguardanti l'*asset allocation* geografica e settoriale.

Nel caso dei fondi di stabilizzazione, data la presunta prevalenza di attività a breve termine e basso grado di rischio, le modalità di *funding* potrebbero incidere marginalmente nella composizione del portafoglio. Dal lato dell'*asset allocation* settoriale, si potrebbe eventualmente riscontrare una limitata presenza di *corporate bond* emessi da imprese appartenenti al settore energetico²⁶³ o di titoli di stato emessi da Paesi, i cui flussi finanziari in entrata derivino in maniera significativa dalla vendita di materie prime; ciò solo nell'ipotesi in cui il relativo rischio di credito e la capacità di far fronte al servizio del debito siano influenzate dall'andamento negativo dei prezzi delle materie prime sottostanti.

Nel caso dei fondi di risparmio invece l'*asset allocation* settoriale potrebbe evidenziare un sottopeso del comparto azionario energetico, che presenta una correlazione positiva con i prezzi del petrolio, a favore ad esempio di un sovrappeso del settore farmaceutico o finanziario, in modo tale da ridurre la varianza complessiva di portafoglio²⁶⁴. Si potrebbero avere impatti anche nell'*asset allocation* geografica del fondo: dato che il mercato azionario inglese presenta la più elevata percentuale di titoli azionari legati al settore petrolifero rispetto alla capitalizzazione complessiva (oltre il 14% a dicembre 2006) è probabile che venga sottopesato dai fondi sovrani di tipo *oil-commodity*, a fronte di un sovrappeso del mercato azionario giapponese- il quale presenta un rapporto tra capitalizzazione delle azioni legate al settore petrolifero e capitalizzazione complessiva del mercato pari all'1%- e del mercato azionario dell'area-Euro (rapporto pari al 6%)²⁶⁵.

Dal lato del rapporto tra *asset allocation* strategica e modalità di acquisizione di risorse finanziarie contribuiti più recenti²⁶⁶ hanno cercato di studiare il portafoglio ottimale detenuto dai fondi sovrani di tipo *commodity*, in modo da massimizzare la ricchezza nazionale.

²⁶³ Vi è anche da sottolineare come i *corporate bonds* non siano considerati unanimemente un'*asset class* a basso grado di rischio.

²⁶⁴ Beck e Fidora nel 2008, effettuando un'analisi della correlazione tra i prezzi del petrolio e i prezzi azionari dei principali settori industriali, hanno trovato che il settore maggiormente correlato coi prezzi del petrolio è il settore energetico (correlazione pari a 0,3), seguito dal settore materie prime (correlazione pari a 0,05) e dalle *utilities* (0,03); i settori che presentano correlazioni negative sono il farmaceutico (pari a -0,06), l'alimentare (pari a -0,05), il finanziario (pari a -0,02). Cfr BECK R., FIDORA M., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, 2008, cit., pp 16-17.

²⁶⁵ Cfr BECK R., FIDORA M., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, 2008, cit., p 17.

²⁶⁶ Cfr GINTSCHEL A., SCHERER B., "Optimal Asset Allocation for Sovereign Wealth Funds", *Journal of Asset Management*, 2008, vol 9, pp 215-238; SCHERER B., "A note on Portfolio Choice for Sovereign Wealth Funds", *Financial Markets and Portfolio Management*, 2009, vol 23, n 3, pp315-327; SCHERER B., "Portfolio Choice For Oil Based Sovereign Wealth Funds", *The Journal of Alternatives Investment*, 2011, cit, pp 24-34; BALDING C., YAO Y., *Portfolio allocation for Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity Based National Wealth*, cit, 2011, pp 1-23.

Tali studi assumono come ipotesi il fatto che i fondi sovrani da un lato gestiscono un portafoglio di attività finanziarie, e dall'altro derivano gran parte del loro *asset under management* da una materia prima presente nel territorio nazionale (principalmente petrolio, gas naturale o rame) e quotata nei mercati finanziari internazionali. I particolari profili di rischio/rendimento assunti dalla *commodity* nel corso degli anni devono essere considerati in ottica di costruzione di un portafoglio ottimale²⁶⁷. Concentrando l'analisi in particolare sui fondi *oil commodity*, Balding e Yao nel 2011²⁶⁸ hanno dimostrato come, data l'elevata volatilità riscontrata negli ultimi anni nell'andamento del prezzo del petrolio (come raffigurato nella tabella 6), i fondi sovrani dovrebbero investire una quota preponderante del loro *asset under management* in strumenti finanziari a basso grado di rischio e ad elevato *rating*, tipicamente i titoli di stato a medio-lungo termine.

Tabella 6

Medie di rendimento e volatilità delle *asset classes* base conseguite in orizzonti temporali decennali

	<i>Arab Light Crude</i>	<i>World Stock</i>	<i>World Government Bond</i>	<i>S&P 500</i>	<i>Dow Jones Corporate Bond Index</i>	<i>Emerging Market Stock</i>
1951-1960	1% .00	22% .18	2% .03	18% .20	2% .05	7% .06
1961-1970	0 0	3% .11	4% .05	9% .14	4% .05	9% .13
1971-1980	51% .84	16% .22	6% .04	10% .21	7% .09	21% .16
1981-1990	-2% .25	20% .28	14% .10	15% .13	17% .12	15% .27
1991-2000	9% .58	10% .15	8% .07	18% .15	9% .08	14% .39
2001-2010	22% .44	5% .27	6% .08	2% .21	7% .05	20% .38

Fonte: rielaborazione di BALDING C., YAO Y., *Portfolio allocation for Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity Based National Wealth*, cit, 2011, p 8.

²⁶⁷ Cfr SCHERER B., "Portfolio Choice For Oil Based Sovereign Wealth Funds", cit, 2011, p 1: "Optimal portfolios combine speculative demand (optimal growth) as well as hedging demand (hedging resource fluctuation risk) and their level of risk taking should depend both on the fraction of financial wealth to resource wealth as well as the oil shock hedging properties of its investments".

²⁶⁸ Cfr BALDING C., YAO Y., *Portfolio allocation for Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity Based National Wealth*, cit, 2011, pp 8-15.

Dalla tabella 6 si evince come la volatilità del prezzo del petrolio (misurata in termini di varianza), nelle ultime quattro decadi considerate, sia stata sempre superiore rispetto alla volatilità riscontrata nelle altre *asset classes*. Pur tralasciando la decade 1971-1980, influenzata dagli *shock* esogeni analizzati nella prima parte del lavoro, nei periodi 1991-2000 e 2001-2010 la volatilità, pari a 0.58 e 0.44, è stata di molto superiore rispetto alla volatilità riscontrata nei mercati azionari dei Paesi emergenti (rispettivamente 0.39 e 0.38). Anche considerando il rendimento, nel periodo 2001-2010 il prezzo del petrolio ha sovraperformato le altre *asset class* conseguendo un rendimento medio pari al 22%, rispetto ai guadagni più limitati conseguiti da mercati azionari e obbligazionari.

Pertanto il petrolio deve essere considerata un'attività con un elevato profilo di rischio/rendimento, che garantisce flussi di cassa al fondo sovrano fino ad un eventuale esaurimento e che pertanto contribuisce alla ricchezza complessiva della nazione²⁶⁹.

Considerando la *commodity* oggetto di analisi come “*anchor asset*” e cercando di ottimizzare un portafoglio costituito da tre *assets*, gli autori sono giunti ai risultati esposti nella tabella 7²⁷⁰.

Tabella 7

Portafoglio ottimale costruito con 3 *asset classes* tra cui il petrolio considerato come “*anchor*”

	80% petrolio		20% petrolio	
	Due <i>asset classes</i> rimanenti	Peso di ciascuna <i>asset class</i>	Due <i>asset classes</i> rimanenti	Peso di ciascuna <i>asset class</i>
1951-1960	Europe Stock S&P500 Total Return	97% 3%	World Govt Bond (ex-US) Emerging Market Stock	64% 36%
1961-1970	UK 10 yr Govt Bond Economist Metal Index	93% 7%	UK 10 yr Govt Bond Economist Metal Index	93% 7%
1971-1980	FTSE All Share	100%	FTSE All Share Ec. Food Commodity Index	40% 60%
1981-1990	World Stock (ex-US)	100%	World Stock (ex-US) Japan Govt Bond	9% 91%
1991-2000	S&P500 Total Return	100%	Euro 16 10 yr Govt Bond S&P500 Total Return	74% 26%

²⁶⁹ Balding e Yao nel 2011 si esprimono in tal modo: “*Though some have argued that oil based fund, like NGPF, should invest a higher percentage of capital in equities to meet expected outlays, this fails to account for the national wealth consequences of holding oil as the anchor asset....Portfolios can be rebalanced but portfolios where oil is the anchor asset will continue to remain dependent on oil. Excluding oil from the national wealth calculation omits the major asset from risk analysis*”. Cfr BALDING C., YAO Y., *Portfolio allocation for Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity Based National Wealth*, cit, 2011, p 7;10.

²⁷⁰ Le *asset classes* considerate comprendono 17 indici azionari, obbligazionari e di materi prime di tipo *total return*.

2001-2010	UK 10 yr Govt Bond	94%	UK 10 yr Govt Bond	97%
	Emerging Market Stock	6%	Emerging Market Stock	3%

Fonte: rielaborazione di BALDING C., YAO Y., *Portfolio allocation for Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity Based National Wealth*, cit, 2011, p 19.

Dall'analisi della tabella 7 emergono tre ordini di considerazioni:

- Considerando tutte le decadi dal 1951 al 2010, l'*asset allocation* ottimale comprende solo una piccola frazione del terzo *asset*, nella maggior parte dei casi. Solo in tre casi, e assumendo un 20% di peso del petrolio, la rimanente *asset allocation* prevede un peso della terza *asset class* superiore al 20%; nei rimanenti periodi la percentuale di tale attività è inferiore al 20%;
- Soffermandoci sui Paesi fortemente dipendenti dall'andamento del prezzo del petrolio (80% petrolio), il portafoglio è ottimale attraverso l'inclusione di *asset classes* con un profilo di rischio/rendimento non particolarmente elevato, rappresentate dal *World Stock (ex-US)*, dall'*S&P 500 Total Return* e dall'*UK 10 yr Government Bond Index*.
- Per i Paesi in cui il petrolio rappresenta il 20% del portafoglio, l'*asset allocation* dovrebbe esser ancora più prudente, in particolare nelle ultime tre decadi. L'elevata volatilità del prezzo del petrolio dovrebbe essere controbilanciata dal basso profilo di rischio/rendimento assunto dai *Japan Government Bonds* nel 1981-1990, dall'*Euro 16 10 yr Government Bond Index* nel 1991-2000 e dall'*UK 10 yr Government Bond Index* nel 2001-2010.

Alla luce di queste considerazioni è interessante verificare se per i fondi *commodity* l'*asset allocation* strategica sarà particolarmente aggressiva anche nel caso dei fondi di risparmio, che perseguono orizzonti temporali di medio/lungo periodo- similmente ai fondi di risparmio *non-commodity*, alle *reserve investment corporations*, ai SPRFs- oppure se prevarranno politiche di gestione del portafoglio più prudenti, data l'elevata volatilità della materia prima sottostante.

Infine si cercherà di verificare la presenza di effetti distorsivi nell'*asset allocation* dei fondi sovrani. In particolare due *bias* potrebbero inficiare il perseguimento di obiettivi di massimizzazione del binomio rischio/rendimento:

1. *L'home bias*, ovvero l'investimento di una cospicua porzione del portafoglio in attività domestiche. Questa distorsione è stata dimostrata anche nel portafoglio degli investitori istituzionali, i quali, a dispetto dei vantaggi in termini di rischio/rendimento che comporta

l'attuazione di un'accurata diversificazione di portafoglio in ottica internazionale, tendono a privilegiare l'acquisto di attività domestiche ²⁷¹.

2. Il “*political bias*”, ovvero l'influenza di logiche di natura politica nella gestione del portafoglio di tali veicoli di investimento. Questa distorsione, peculiare dei veicoli di investimento governativi, potrebbe essere provocata da elementi di natura interna e quindi relativi alla *governance* del fondo sovrano o da elementi di natura esterna, relativi a situazioni di carattere congiunturale. Da un lato infatti la presenza di membri afferenti alla sfera politica nazionale all'interno del Consiglio di Amministrazione del fondo potrebbe determinare il perseguimento di obiettivi di carattere politico, a discapito di obiettivi puramente finanziari- situazione che potrebbe essere ulteriormente risaltata dall'assenza di *manager* esterni deputati alla gestione di parte delle attività del fondo.

Dall'altro situazioni di carattere congiunturale potrebbero modificare le strategie dei fondi. In particolare sarà interessante osservare il comportamento dei fondi sovrani tenuto in seguito alla manifestazione di uno *shock* esterno in grado di modificare il portafoglio degli stessi, rappresentato dalla crisi finanziaria relativa ai mutui *subprime*, che ha iniziato a manifestarsi a partire da metà 2007.

In situazioni congiunturali recessive il comportamento dei fondi sovrani potrebbe essere caratterizzato da alcune peculiarità, che li contraddistinguono dagli altri investitori istituzionali: da un lato la loro natura governativa e le modalità di *funding* (in particolare dei

²⁷¹ L'*home bias* è ben documentato in letteratura, nonostante i potenziali benefici che si potrebbero ottenere attraverso un'accurata diversificazione di portafoglio in ottica internazionale. Markowitz (1952) e Levy e Sarnat (1970) ad esempio hanno mostrato i vantaggi di una diversificazione di portafoglio internazionale derivanti dalla struttura delle correlazioni dei principali mercati azionari. Successivamente Solnik nel 1974, adottando il *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), si è espresso a favore della capitalizzazione di mercato di ogni Paese come *benchmark* per un'*asset allocation* internazionale, invitando pertanto gli *asset managers* privati ad allocare porzioni di portafoglio azionario in mercati esteri adottando come peso la capitalizzazione di mercato del singolo Paese rispetto alla capitalizzazione di mercato globale. Nonostante i precedenti studi, French e Poterba nel 1991 hanno analizzato l'*home bias* dei *traders* azionari di nazionalità statunitense, i quali hanno allocato circa il 94% dei loro fondi in azioni domestiche, nonostante la capitalizzazione del mercato USA fosse circa il 48% della capitalizzazione complessiva dei mercati globali. Similmente Griffin nel 1997, studiando il portafoglio di fondi pensione ed imprese di assicurazione, lo ha considerato subottimale a causa dell'elevata concentrazione di *asset* domestici. Più recenti verifiche empiriche (Baele, Pungulescu e Horst, 2007) sembrano dimostrare un trend discendente dell'*home bias* in campo azionario-specialmente nell'area Euro- a causa della sempre maggior integrazione finanziaria internazionale, anche se non pare completamente eliminato, soprattutto se si considerano gli investitori istituzionali di minori dimensioni, che devono sopportare una condizione di persistente asimmetria informativa (Barron e Ni, 2008). Cfr MARKOWITZ H., “Portfolio Selection”, *Journal of Finance*, 1952, n 7, pp 77-91; LEVY H., SARNAT M., “International diversification of investment portfolio”, *American Economic Review*, 1970, n 60, pp 668-675; SOLNIK B., “An equilibrium model for the international capital market”, *Journal of Economic Theory*, 1974 n 8, pp 500-524; FRENCH K., POTERBA J., “Investor diversification and international equity markets”, *American Economic Review*, n 81, pp 222-226; GRIFFIN M.W., “Why do pension and insurance portfolios hold so few international assets?”, *Journal of Portfolio Management*, 1997, n 23, pp 45-50; BAELE L., PUNGULESCU C., HORST J.T., “Model uncertainty, financial market integration and the home bias puzzle”, *Journal of International Money and Finance*, 2007, n 26, pp 606-630; BARRON J.M., NI J., “Endogenous asymmetric information and international equity home bias: The effects of portfolio size and information costs”, *Journal of International Money and Finance*, 2008, n 26, pp 617-635.

fondi con orizzonti temporali a medio-lungo termine) potrebbero garantire comunque un flusso costante di liquidità destinata all'investimento nei mercati finanziari (rispetto ad esempio ai deflussi di capitale che registrano i fondi comuni di investimento azionari in situazioni congiunturali recessive); dall'altro, in particolare con riferimento ai fondi di stabilizzazione, ci si potrebbe attendere un prelievo di risorse, attraverso la vendita di attività prontamente liquidabili e di titoli di stato, per far fronte al rapido declino dei prezzi delle materie prime, in particolare il petrolio²⁷², in modo tale da neutralizzare il calo delle entrate statali.

Se ci si sofferma sull'analisi strategie dei fondi sovrani in situazioni di *shock* esogeni dal lato della gestione del portafoglio, si potrebbero comportare in modo analogo agli altri investitori istituzionali, seguendo logiche di natura finanziaria, oppure potrebbe emergere un “*political bias*” di tipo esterno, nel caso in cui prevalesse la natura governativa del veicolo di investimento.

Nel primo caso potrebbero manifestarsi due differenti comportamenti:

- a) *In primis*, a fronte di un consistente declino dei prezzi delle attività maggiormente rischiose (titoli azionari e *alternatives*), che comporta rilevanti perdite in particolare per i fondi di risparmio e i *Sovereign Pension Reserve Funds*²⁷³, si potrebbe assistere ad una graduale diminuzione della componente azionaria del portafoglio, in modo tale da poter limitare ulteriori perdite del *Net Asset Value*, e ad un conseguente incremento del peso di attività a minor grado di rischio, come liquidità o titoli obbligazionari *investment grade*, con scadenze ravvicinate e *duration* breve.
- b) In ottica “*contrarian*”²⁷⁴, alcuni fondi sovrani con orizzonti temporali di lungo periodo con un’*asset allocation* prudente prima della crisi finanziaria, composta prevalentemente da *cash*

²⁷² Nella prima parte del lavoro abbiamo notato come il prezzo del petrolio WTI sia sceso da circa \$150 al barile, fino a circa \$30 al barile.

²⁷³ Nel 2008 ad esempio il *New Zealand Superannuation Fund* ha conseguito perdite pari a circa il 25% del valore del portafoglio, perdite che hanno raggiunto il 30% nel caso dell’*Ireland Pension Reserve Fund*.

²⁷⁴ L’investitore “*contrarian*” è colui che ritiene di ottenere profitti investendo in ottica divergente rispetto alle aspettative prevalenti sul mercato. L’ipotesi alla base di tale comportamento deriva dalla non completa efficienza dei mercati finanziari e dall’irrazionalità del comportamento degli investitori dimostrata da DeBondt e Thaler nel 1985. I due autori hanno dimostrato che i portafogli che hanno ottenuto i rendimenti peggiori in un determinato periodo di osservazione, nel successivo periodo tendono a sovraperformare pesantemente i portafogli migliori (di circa il 25%). Pertanto un investitore “*contrarian*” potrebbe sfruttare l’eccessivo pessimismo che si è creato attorno ad un determinato titolo azionario oggetto di diffuse vendite; il prezzo potrebbe rilevarsi così basso da ritenere eccessivo il premio al rischio della singola impresa e sottostimate le prospettive di crescita. Tale strategia ha consentito di ottenere rendimenti in diversi mercati azionari, tra cui quello Usa, come è stato dimostrato da Zarowin nel 1990, e quello del Regno Unito (Antoniou et al., 2007). Cfr ANTONIOU A., GALARIOTIS E.C., SPYROU S.I., *Are contrarian investment strategies profitable in the London Stock Exchange? Where do these profits come from?*, Working Paper, University of Durham, 2007, pp 1-57; DEBOND T W.F.M., THALER R.H., “Does the stock market overreact?”, *Journal of Finance*, 1985, vol 40, pp 793-805; ZAROWIN P., “Size, Seasonality and Stock Market Overreaction”, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1990, vol 25, pp 113-125.

o attività prontamente liquidabili, avrebbero potuto sfruttare il pesante *sell off* dei titoli maggiormente rischiosi in modo da incrementarne il peso a prezzi ridotti e sfruttare un consistente *extra-rendimento* nel medio-lungo termine.

Nel caso in cui prevalesse il “*political bias*”, si potrebbero manifestare comportamenti differenti rispetto agli investitori istituzionali:

- a) I fondi sovrani, in qualità di veicoli di investimento governativi con peculiari modalità di *funding*, potrebbero rappresentare gli unici attori aventi ingenti disponibilità finanziarie da investire nei mercati internazionali a supporto di istituzioni finanziarie duramente colpite dalla crisi finanziaria: potrebbero pertanto fornire liquidità ad intermediari finanziari appartenenti ai Paesi sviluppati, sovrappesando il comparto bancario/finanziario rispetto agli altri investitori istituzionali.
- b) I SWFs con maggiore tolleranza al rischio avrebbero potuto fornire liquidità al sistema finanziario domestico, in ottica di ricapitalizzazione del settore bancario colpito dalla crisi²⁷⁵. Pertanto si potrebbe verificare una differente *asset allocation* geografica, che coinciderebbe con una maggior presenza nel portafoglio di titoli azionari emessi dal medesimo Paese in cui è stato costituito il fondo; ma la preferenza di azioni domestiche in situazioni di *shock* esogeni non dovrebbe esser confusa con la preferenza di titoli domestici derivante dalla distorsione citata in precedenza, nota come “*home bias*”.

Nei paragrafi successivi si cercheranno di affrontare le questioni poste, partendo da una *review* della letteratura in materia di *asset allocation* dei fondi sovrani, per poi passare ad una *review* della letteratura dei contributi che hanno esaminato l’impatto di eventuali distorsioni politiche (“*political bias*”) sulle scelte di portafoglio dei SWFs.

Infine verrà condotta una verifica empirica utilizzando le informazioni pubbliche disponibili nei siti internet e negli *Annual Report*, ove presenti, con due principali obiettivi: da un lato esaminare i *trend* evolutivi in termini di composizione di portafoglio dei SWFs, dall’altro verificare se la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*, ha provocato modifiche nella composizione del portafoglio di tali veicoli di investimento, non coerenti con il perseguimento di obiettivi di massimizzazione di rischio/rendimento (“*political bias*” di tipo esterno o congiunturale).

²⁷⁵ In particolare l’investimento in ottica domestica potrebbe essere diretta conseguenza di un investimento non fruttifero in ambito internazionale. Infatti, in sede di relazione annuale al Parlamento, alcuni gestori di fondi avrebbero potuto essere accusati di scarsa abilità in fase di *stock picking*, in particolare dopo aver pesantemente investito a supporto di intermediari finanziari esteri, sopportando ingenti perdite, invece di utilizzare risorse nel mercato domestico.

2.2.3 Review della letteratura

Le prime analisi di portafoglio dei fondi sovrani sono state effettuate a partire dall'anno 2008 e sono caratterizzate da una difformità di posizioni adottate dalla comunità scientifica a seconda della definizione di fondi sovrani adottata, del conseguente campione/universo di riferimento e della tipologia di analisi condotta. Dal lato delle definizioni abbiamo già notato come ci siano autori che includono anche parte delle gestioni delle riserve in valuta effettuate dalle Banche Centrali e i SPRFs e ciò, oltre ad ampliare l'*asset under management* complessivo del settore, influisce anche sulle analisi aggregate di portafoglio²⁷⁶; dal lato delle tipologie di analisi effettuate si possono distinguere le analisi dello *stock* di portafoglio detenuto dai fondi sovrani in un dato periodo²⁷⁷, dalle analisi delle composizioni di portafoglio effettuate raffrontando due periodi differenti²⁷⁸. Altri studi ancora comparano il portafoglio dei fondi sovrani con quello detenuto da altri investitori istituzionali (fondi comuni di investimento)²⁷⁹.

Uno dei primi studi che ha indagato l'*asset allocation* dei fondi sovrani in termini di *stock* è stato effettuato da Balding nel 2008²⁸⁰. L'autore, indagando le scelte di portafoglio di 7 SWFs²⁸¹, è giunto ai seguenti risultati:

- Il portafoglio dei SWFs nel 2008 era composto principalmente da titoli obbligazionari a basso grado di rischio- classificati come *investment grade* dalle principali agenzie di *rating*- data la loro natura di "*guardians of national wealth*"²⁸². Così ad esempio a marzo 2008 *Government Pension Fund-Global* allocava il 55% del portafoglio in titoli obbligazionari, principalmente dell'area Euro, ma anche emessi da USA e Giappone, con esclusione quindi di titoli *high yield*, similmente i fondi di Singapore detenevano un portafoglio sovrappesato in obbligazioni-60% *bond* contro 40% di *equity*- e il *Russian Stabilization Fund* poteva

²⁷⁶ Si ricorda anche che le prime definizioni proposte evidenziavano come peculiare caratteristica la presenza di un portafoglio formato da attività finanziarie estere, coerentemente con la gestione delle riserve in valuta attuata dalle Banche Centrali, limitando in tal modo il peso delle attività domestiche all'interno del portafoglio degli stessi SWFs. Cfr JEN S., *The definition of SWFs*, cit, 2007, p 2, MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, cit, p 7.

²⁷⁷ Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, 2008, cit, pp 1-64.

²⁷⁸ Cfr KUNZEL P., LU Y., PETROVA I., PIHLMAN J., *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds- A Shifting Paradigm*, 2011, cit., pp 1-16.

²⁷⁹ Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, 2009, cit, pp 1-50. Si ricorda che tale assunto è alla base del presente lavoro.

²⁸⁰ Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, 2008, cit, pp 1-64.

²⁸¹ I fondi sovrani oggetto di analisi sono *Abu Dhabi Investment Authority*, *Temasek* e *GIC* di Singapore, *SAMA*, *Government Pension Fund Global*, *Kuwait Investment Authority*, *China Investment Corporation* e *Oil & Gas Fund*.

²⁸² Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, 2008, cit, p 15.

detenere solo titoli obbligazionari dotati di *rating* AAA denominati in euro, dollari o sterline²⁸³.

- In relazione alla composizione della parte azionaria del portafoglio²⁸⁴, i fondi sovrani privilegiavano detenere azioni con un minor grado di rischio, tipicamente le *large cap/blue chips*²⁸⁵: se si considera la componente azionaria di *Abu Dhabi Investment Authority*, *Government Pension Fund-Global* e *Temasek*, si può notare come oltre il 70% fosse costituita da *large cap stocks*, fino a raggiungere picchi del 90% nel fondo sovrano norvegese.
- Un'altra caratteristica della porzione azionaria del portafoglio è la preferenza per azioni domestiche o appartenenti alla medesima area geografica in cui ha sede il fondo sovrano²⁸⁶. Se si pone pari a 100 l'ammontare totale di partecipazioni detenute da GIC e *Temasek*, la percentuale di investimenti azionari in ottica domestica/regionale ammonta rispettivamente a oltre il 60% e 80%, percentuale quest'ultima che rispecchia anche le azioni domestiche detenute da *Abu Dhabi Investment Authority*.

Contrariamente alle ipotesi effettuate circa l'incidenza dell'orizzonte temporale di riferimento, si può notare come, almeno in un primo momento, i fondi sovrani non sembrerebbero cogliere l'opportunità di ottenere extra-rendimenti sfruttando lunghi orizzonti temporali di detenzione di attività a più elevato grado di rischio/rendimento. Infatti, nonostante la presenza predominante nel campione di fondi sovrani di risparmio²⁸⁷ con obiettivi di trasferimento della ricchezza in ottica intergenerazionale, le attività detenute sono principalmente a basso grado di rischio, essendo

²⁸³ Tali limiti sono rispettati tutt'oggi dall'*Oil & Gas Fund* russo. Cfr *Investment Guidelines, Strategic asset allocation established by the Ministry of Finance*, <http://www1.minfin.ru/en>.

²⁸⁴ Balding sottolinea come “critics also allege that sovereign wealth funds may also assume unnecessary risk and concentrate their portfolios in equities with high growth prospects as well as excessive downside risk. To mitigate this, financial theory implies that SWF’s should make conservative, low risk, and liquid investments”. Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, 2008, cit, p 18.

²⁸⁵ La comunità scientifica nel corso degli anni ha studiato la relazione tra *small stocks* e *large stocks* in termini di rischio/rendimento, non pervenendo a risultati univoci: se è vero che alle *large stocks* è associato un livello di rischio inferiore rispetto alle *small stocks*, queste ultime storicamente hanno ottenuto extra-rendimenti rispetto alle *large stocks*, non spiegabili nemmeno considerando il maggior grado di rischio sopportato (definito dal *Capital Asset Pricing Model*); ciò potrebbe privilegiare l'inclusione di una maggior percentuale di *small stocks* in un portafoglio di attività finanziarie rispetto alle *large stocks*. Cfr BANZ R., “The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks”, *Journal of Financial Economics*, 1981, n 9, pp 3-18; SIEGEL J.J. (a cura di), *Rendimenti finanziari e strategie di investimento*, ed. Il Mulino, 2003, pp 143-147.

²⁸⁶ Balding considera le partecipazioni detenute dal *Government Pension Fund-Global* in Europa come regionali; similmente le partecipazioni detenute dai fondi sovrani di Singapore in imprese aventi sede in Australia o nel Sud-Est asiatico sono qualificate come regionali. Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, 2008, cit, p 17.

²⁸⁷ Si ricorda che *Abu Dhabi Investment Authority*, *Government Pension Fund Global*, *Kuwait Investment Authority*, e *China Investment Corporation* rientrano nella categoria dei fondi di risparmio con obiettivi di trasferimento della ricchezza alle generazioni future; *Temasek* e GIC sono veicoli di investimento delle riserve in eccesso che dovrebbero essere tesi alla ricerca di più elevati obiettivi di rischio/rendimento rispetto alle gestioni delle riserve in valuta. L'*Oil&Gas Fund* russo ha una componente di stabilizzazione e una di risparmio, mentre SAMA è una Banca Centrale con un ramo dedicato alla gestione delle riserve in eccesso.

predominante la componente obbligazionaria. Seguendo le indicazioni teoriche, solo parte dell'*Oil&Gas Fund* russo (tipicamente la componente di stabilizzazione) e SAMA (solamente se considerata come entità unica di gestione delle riserve in valuta dell'Arabia Saudita, e non come parte di gestione delle riserve in eccesso) dovrebbero detenere una preponderanza di attività a basso grado di rischio/rendimento dati gli orizzonti temporali perseguiti di breve-medio termine, mentre gli altri veicoli di investimento potrebbero sfruttare l'*equity risk premium* o l'*illiquidity risk premium*. Mentre, con riferimento alla preferenza per partecipazioni domestiche, sembra poter esser presente un certo *home bias*.

A simili conclusioni sono giunti Chhaochharia e Laeven nel 2008²⁸⁸, i quali, analizzando il portafoglio di 12 tra i principali fondi sovrani²⁸⁹, hanno dimostrato *in primis* la prevalenza della componente obbligazionaria o di liquidità rispetto alla componente azionaria. Infatti, considerando il peso dell'*equity* sul *total asset*, gli autori hanno verificato come sia il *Government Pension Fund-Global* ad avere la maggior componente azionaria, pari al 34,95% del portafoglio, seguito da *Temasek Holdings* con un 26,60% e dal *Khazanah Nasional* con un 19,14%.

Affinando la ricerca su 260 investimenti azionari compiuti dai medesimi fondi sovrani, gli stessi autori hanno rilevato una scarsa diversificazione geografica internazionale, con investimenti al di fuori del Paese di origine molto limitati per tutti i SWFs considerati, ad eccezione del *Government Pension Fund* norvegese. A tal riguardo si può segnalare come circa il 67% della componente azionaria di *Temasek Holdings* sia rappresentata proprio da imprese quotate a Singapore, così come il 77% di *Khazanah Nasional* sia investito in Malesia.

Laddove l'*home bias* non appaia così spiccato, come nei fondi *Qatar Investment Authority* e *Dubai World*, gli investimenti sono comunque effettuati o in mercati maggiormente liquidi e spessi, rappresentati da USA e Regno Unito o comunque in mercati azionari appartenenti a Paesi con affinità religiose, etniche o linguistiche rispetto al Paese in cui ha sede il fondo sovrano²⁹⁰. Il portafoglio azionario di *Dubai World* ad esempio è investito per circa il 57% nel Regno Unito e per un 20% negli USA, mentre il *Korea Investment Corporation* ha acquisito partecipazioni negli USA per un controvalore pari al 92% del portafoglio azionario.

Un'altra caratteristica del portafoglio rappresentata è la predominanza degli investimenti nei settori energetico e finanziario; particolarmente interessante è il sovrappeso del comparto energetico da

²⁸⁸ Cfr CHHAOCHHARIA V., LAEVEN L.A., *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, 2009, cit, pp 1-52.

²⁸⁹ I SWFs considerati sono *Abu Dhabi Investment Council*, *Government Pension Fund-Norway*, *GIC*, *Kuwait Investment Authority*, *CIC*, *Temasek Holdings*, *Qatar Investment Authority*, *Brunei Investment Agency*, *Korea Investment Corporation*, *Khazanah Nasional*, *New Mexico State Inv. Office Trust*, *Dubai World*.

²⁹⁰ Cfr CHHAOCHHARIA V., LAEVEN L.A., *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, 2009, cit, p 18: "Middle Eastern SWFs that originate from countries with predominantly Muslim populations, tend to allocate a disproportionate amount of their foreign equity portfolios to firms in countries that also have significant Muslim population".

parte dei SWFs costituiti in Paesi produttori di petrolio²⁹¹ e sembra dimostrare una scarsa abilità da parte dei gestori a perseguire politiche di *asset & liability management*, a fronte di una presunta maggior specializzazione nello *stock picking* di imprese appartenenti a settori maggiormente conosciuti.

Pertanto i primi due studi esaminati sembrano far propendere da un lato per un'*asset allocation* strategica prudente, in particolare per i fondi *commodity*, coerentemente con i dettami stabili dall'ottimizzazione del portafoglio assumendo come "*anchor asset*" una materia prima, dall'altro, in termini di *asset allocation* settoriale, sembra che i fondi di tipo *oil commodity* non attuino importanti strategie di diversificazione di portafoglio-soprattutto considerando il comparto azionario-, dato il sovrappeso del comparto energetico e del mercato azionario del Regno Unito, il quale, come precedentemente sottolineato, presenta un'elevata percentuale di titoli appartenenti al settore petrolifero.

Altri due contributi nel 2008 hanno cercato di determinare l'*asset allocation* dei SWFs, giungendo a conclusioni in parte differenti rispetto a quelle finora esaminate: Fernandez e Eschweiler²⁹² hanno ipotizzato per i 50 fondi sovrani esaminati nel loro lavoro un'*asset allocation* strategica maggiormente aggressiva, con un peso del *fixed income* che varia dal 35% al 40%, un peso dell'azionario compreso tra il 50% e il 55%, e il rimanente 8-10% investito in *alternatives*²⁹³; gli autori ritengono che il peso degli *alternatives* e del *public equity* nel medio-lungo termine sia destinato ad aumentare fino a raggiungere rispettivamente il 15%-20% e il 55%-60% a discapito del *fixed-income* (20%-30%); ciò sarebbe coerente con le ipotesi precedenti di sfruttamento di extra-rendimenti mediante detenzione di attività meno liquide per lunghi orizzonti temporali di investimento²⁹⁴.

Mercer²⁹⁵ invece, pur non esprimendosi sul peso assunto dalle diverse *asset class* sul totale del portafoglio di 14 SWFs analizzati, cerca di classificarli in relazione alla tolleranza al rischio rapportata alla tipologia del fondo (grafico 11).

²⁹¹ Un esempio è dato dalla partecipazione di *Abu Dhabi Investment Council* in *Statoil*, compagnia petrolifera norvegese, che rappresenta circa il 40% del portafoglio azionario del fondo sovrano.

²⁹² Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, 2008, cit, pp 12-17.

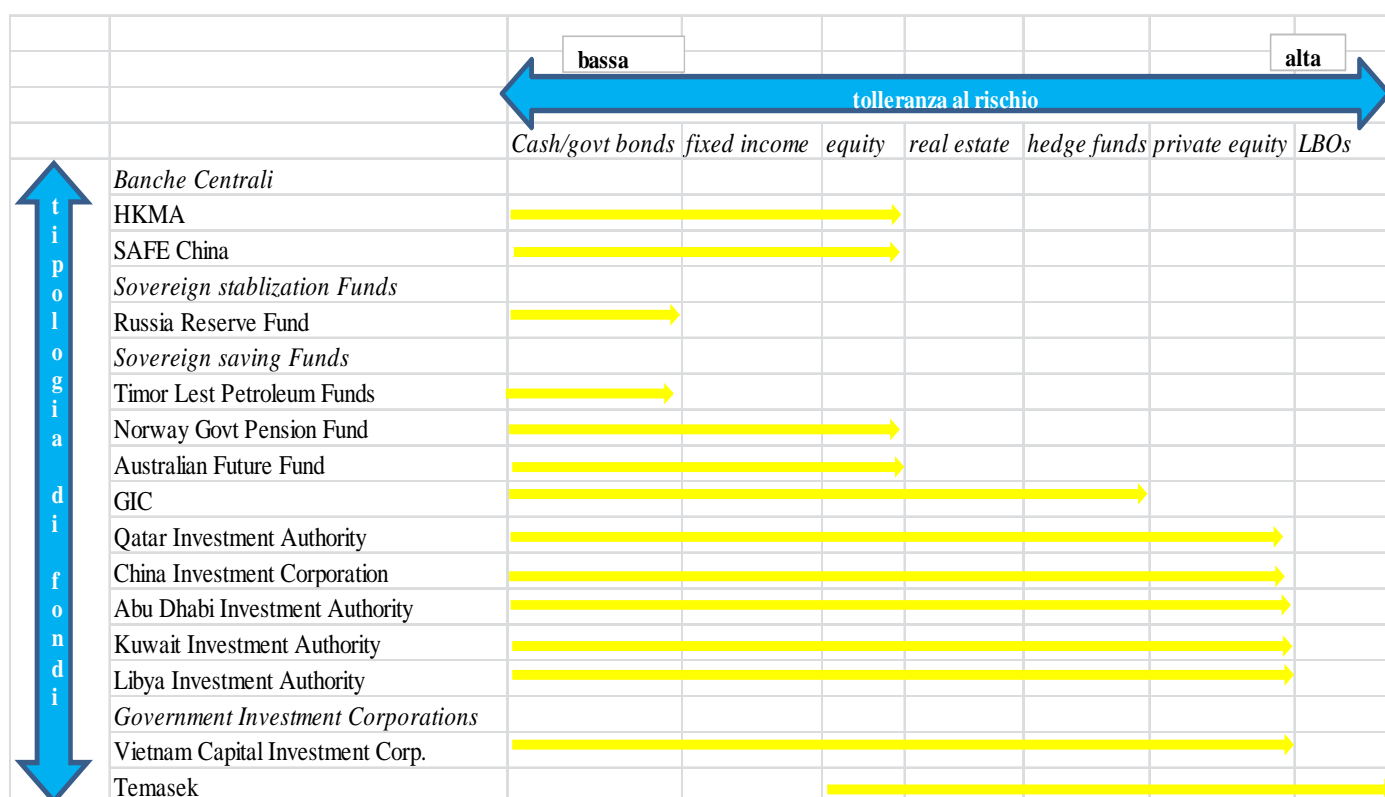
²⁹³ Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, 2008, cit, p 15: "*Role models are SWFs like Singapore's GIC, which is believed to have 30% in fixed income, 50% in public equity and 20% in alternatives, and Norway's Government Pension Fund, which recently increased its equity allocation from 40% to 60% and announced that it will soon start investing in alternatives*".

²⁹⁴ Cfr FERNANDEZ D. G., ESCHWEILER B., *Sovereign Wealth Funds: A Bottom-up Primer*, 2008, cit, p 16: "*The main beneficiaries of the increased allocation by SWFs to alternatives are set to be private equity firms and hedge funds*".

²⁹⁵ Cfr MERCER, *Best Practice Asset Allocation and Risk Management for Sovereign Wealth Funds*, 2008, cit, pp 7-9.

Grafico 11

Rapporto tra tolleranza al rischio e *asset classes* detenute tra i diversi SWFs (settembre 2008)



Fonte: rielaborazione di MERCER, *Best Practice Asset Allocation and Risk Management for Sovereign Wealth Funds*, 2008, cit, p 7.

Dal grafico sopra riportato si può notare come la presenza di diverse *asset classes* nel portafoglio dei fondi sovrani sia rapportata da un lato agli obiettivi istituzionali perseguiti dal fondo, dall'altro alla maggiore o minore tolleranza al rischio; questi due elementi sono peraltro interconnessi.

Se da un lato infatti le Banche Centrali, possono spingersi fino all'acquisizione di titoli azionari, come è dimostrato in questo caso dalla gestione delle riserve valutarie effettuate da *Hong Kong Monetary Authority* e da *SAFE*²⁹⁶, i fondi di stabilizzazione, di cui il *Russia Reserve Fund* ne è un esempio, si limitano ad investire in titoli di stato o comunque in strumenti finanziari prontamente liquidabili coerentemente con il loro orizzonte temporale perseguito di breve termine e col loro obiettivo di proteggere il bilancio statale dall'eccessiva volatilità di prezzo delle materie prime.

La trattazione deve essere maggiormente articolata con riferimento ai fondi di risparmio (*Sovereign saving funds*): lo studio ha infatti dimostrato che, nonostante l'orizzonte temporale perseguito di medio-lungo periodo, non tutti i fondi assumono una elevata tolleranza al rischio. Il *Timor Lest*

²⁹⁶ Si ricorda comunque che nella tabella 3, all'inizio del lavoro, è stato dimostrato come le Banche Centrali siano spinte ad investire anche in strumenti maggiormente rischiosi, come strumenti derivati e quote di *hedge funds*. Si rimanda alla tabella 3 per maggiori approfondimenti.

Petroleum Fund ad esempio presenta un portafoglio molto conservativo, composto da liquidità e titoli di stato. Il *Norway Government Pension Fund-Global* e l'*Australian Future Fund* invece cercano di sfruttare l'extra-rendimento offerto dai titoli azionari (*equity risk premium*), investendo parte del portafoglio in *equity*²⁹⁷. Maggiormente aggressivi sembrano i fondi appartenenti all'area medio-orientale, il GIC e il *China Investment Corporation* che includono anche quote di strumenti alternativi nel portafoglio in modo da sfruttare l'*illiquidity premium* (in particolare quote di *hedge funds* e *private equity*), pur non spingendosi, secondo lo studio, fino ad intraprendere operazioni di LBOs²⁹⁸.

Un caso a parte è rappresentato da *Temasek*, il cui portafoglio risulta essere particolarmente aggressivo, data la quasi assenza di attività liquide e titoli di stato, a fronte di un sovrappeso di *equity* e *alternatives*.

Se si analizzano congiuntamente gli studi finora esaminati, sulla composizione dello *stock* di portafoglio dei fondi sovrani non sembra esserci uniformità di vedute, in particolare con riferimento ai fondi di risparmio. Se per i fondi di stabilizzazione un'*asset allocation* conservativa sembra condivisa dalla comunità scientifica, i primi contributi si sono divisi in relazione alla prevalenza di attività rischiose o maggiormente conservative all'interno del portafoglio dei fondi di risparmio.

In un contributo più recente²⁹⁹ è stata condotta un'analisi più articolata dell'*asset allocation* dei fondi sovrani, confrontando il portafoglio di un campione di SWFs tra i periodi pre e post crisi originata dai mutui *subprime*. I SWFs³⁰⁰ sono stati classificati in relazione agli obiettivi perseguiti (*stabilization funds*, *saving funds*, *pension reserve fund*, *reserve investment funds*), mentre le *asset class* considerate sono state liquidità, azioni, obbligazioni e *alternative assets*. Dal lavoro emergono alcune interessanti conclusioni:

1. Osservando le composizioni dei portafogli prima della crisi finanziaria, sembra che l'orizzonte temporale di riferimento sia un elemento importante per la costruzione del portafoglio in particolare per i fondi di stabilizzazione e i fondi di risparmio: questi ultimi in particolare sembrano effettivamente avere maggiore tolleranza al rischio, a differenza di alcuni *Pension Reserve Fund*, in cui l'*asset allocation* sembra maggiormente prudente.

²⁹⁷ In realtà in precedenza si è segnalato come il *Government Pension Fund-Global* abbia iniziato ad inserire quote di *alternatives* in portafoglio.

²⁹⁸ Si ricorda che Barbary e Chin nel 2009 hanno riportato alcune operazioni di *leveraged buy out* effettuate dai fondi sovrani medio-orientali nel 2006, in particolare da *Qatar Investment Authority*. Cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, 2009, cit, p 59.

²⁹⁹ Cfr KUNZEL P., LU Y., PETROVA I., PIHLMAN J., *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds- A Shifting Paradigm*, 2011, cit., pp 1-16.

³⁰⁰ I fondi analizzati in questo contributo sono 14: *Russia Oil & Gas Fund*, *Chile Economic and Social Stabilization Fund*, *Chile Pension Reserve Fund*, *Timor Leste Petroleum Fund*, *Trinidad & Tobago Heritage and Stabilization Fund*, *Azerbaijan State Oil Fund*, *Australian Future Fund*, *New Zealand Superannuation Fund*, *Ireland National Pension Reserve Fund*, *Canada Alberta's Heritage Fund*, *Alaska Permanent Fund*, *Government Pension Fund Global*, *Korea Investment Corporation*.

2. L'avvento della crisi finanziaria non sembra aver comportato una riduzione del rischio assunto da parte dei fondi sovrani considerati. Anzi pare che i SWFs con orizzonti temporali di medio-lungo termine abbiano modificato la loro *asset allocation* strategica, rendendola maggiormente aggressiva, approfittando delle repentine correzioni dei prezzi dei titoli azionari e del comparto immobiliare che si sono verificate nel 2008³⁰¹. Nel complesso, infatti, si registra una diminuzione del peso della componente *cash* rispetto al totale del portafoglio in tutte le categorie dei SWFs esaminate e un aumento del peso delle *asset classes* maggiormente rischiose, tipicamente *equity* ed *alternatives*, nei fondi di risparmio, nei *Pension Reserve Fund* e nei *reserve investment funds*. Nei fondi di stabilizzazione permane un'*asset allocation* prudente, anche successivamente alla crisi finanziaria, coerentemente con la loro natura di fondi *commodity* e la dipendenza dai prezzi delle materie prime, la cui volatilità è rimasta molto elevata.

Questa tendenza verso la costruzione di portafogli maggiormente coerenti rispetto all'orizzonte temporale perseguito, in modo tale da sfruttare i premi al rischio connessi alla detenzione di attività rischiose, consente di assimilare l'operatività dei fondi sovrani a quella di altri investitori istituzionali che adottano i medesimi principi di costruzione di portafoglio, come assunto dall'ipotesi di partenza.

Un recente studio dell'OCSE³⁰², proprio al fine di verificare se l'*asset allocation* strategica e geografica dei fondi sovrani potesse presentare elementi in comune con le politiche di investimento di altri investitori istituzionali, ha confrontato il portafoglio detenuto da 17 SWFs³⁰³ con quello detenuto dai maggiori 25 fondi comuni di investimento in termini di *asset under management*.

Il contributo nel complesso ha dimostrato come non vi siano rilevanti differenze tra le due tipologie di portafogli. In termini di caratteristiche specifiche di portafoglio, lo studio ha rilevato come i fondi sovrani investano in imprese con più elevato *price/earning* medio (circa 16 contro 15 dei fondi comuni di investimento), ma con un *price to book value* minore, con un *dividend yield* più elevato e un tasso di crescita delle vendite di molto superiore (20% rispetto al 12%) rispetto alle imprese partecipate dai fondi comuni di investimento. Il *beta* medio del portafoglio dei SWFs è comunque inferiore rispetto a quello dei *mutual funds* (0.83 rispetto a 1). Pertanto le differenze tra i due gruppi

³⁰¹ In tal caso avrebbero agito in qualità di investitori *contrarian*, cercando di dimostrarsi abili *stock pickers* nell'individuare il punto di *bottom* toccato dai mercati finanziari internazionali.

³⁰² Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, 2009, cit, pp 1-50.

³⁰³ I 17 SWFs analizzati sono: *New Mexico State Investment Council*, *Alabama Retirement System*, *Alaska Permanent Fund*, *Dubai World*, *Emirates Investment Services*, *Abu Dhabi Investment Authority*, *Temasek Holdings*, *GIC*, *SAMA*, *Qatar Investment Authority*, *Oman Arab Bank Investment Management Group*, *Norges Bank Investment Management*, *New Zealand Superannuation Fund*, *Kuwait Investment Authority*, *Khazanah Nasional*, *Alberta's Heritage Fund*, *Brunei Investment Agency*.

di imprese partecipate non sembrano accentuate; forse i SWFs presentano un portafoglio in medio più conservativo dei fondi comuni di investimento, dato un *dividend yield* più elevato che assicura flussi di cassa in entrata annuali più cospicui e un *beta* minore, che assicura una minor partecipazione al rischio sistematico.

Dal lato dell'*asset allocation* geografica i fondi sovrani mostrano una maggior diversificazione internazionale rispetto ai fondi comuni di investimento: in questi ultimi prevalgono gli investimenti effettuati negli USA, pari a circa il 35% del totale del portafoglio, di gran lunga il Paese target da parte dei *mutual fund*³⁰⁴. I SWFs hanno una minor concentrazione di investimenti negli USA, che rappresentano poco meno del 20% del totale del portafoglio, seguiti da Singapore e Regno Unito con circa il 15% e dagli Emirati Arabi Uniti con circa il 7%.

Se da un lato può esser osservato come i fondi comuni di investimento abbiano un'*asset allocation* caratterizzata da un elevato *home bias*³⁰⁵, dato che la maggioranza dei fondi considerati ha sede legale negli USA, dall'altro non può essere esclusa la presenza dello stesso fenomeno nei fondi sovrani: il sovrappeso dell'area asiatica in termini assoluti (35% del totale del portafoglio rispetto all'area europea e americana) e del *Middle East* in termini relativi (10% del totale del portafoglio rispetto alla presenza quasi nulla della medesima area geografica nei portafogli dei fondi comuni di investimento) potrebbero spiegare un certo *home bias* da parte anche dei fondi sovrani, data la sede legale di diversi SWFs in Paesi appartenenti alle due aree sopra citate.

Anche dall'analisi dell'*asset allocation* settoriale si può notare una maggior diversificazione dei fondi sovrani rispetto ai fondi comuni di investimento; i primi, infatti, a fronte di un sovrappeso del settore finanziario pari al 32% del totale del portafoglio, detengono partecipazioni nel settore delle telecomunicazioni per un controvalore pari al 14% dell'*asset under management*, e dei trasporti per un controvalore pari al 6%. I rimanenti 9 settori sono egualmente sottopesati con partecipazioni inferiori al 5%. I fondi comuni di investimento presentano un consistente sovrappeso dei settori finanziario (pari al 38%), dei servizi all'industria (pari al 38%), e delle tecnologia per la salute (pari al 18%), mentre i rimanenti settori sono sottopesati. Pertanto sommando il peso dei primi tre settori verso cui sono diretti gli investimenti dei fondi sovrani e dei fondi comuni di investimento (rispettivamente pari al 51% e 94% del controvalore del portafoglio) si nota la maggiore diversificazione settoriale conseguita dai SWFs.

Dalla *review* della letteratura si possono trarre alcune considerazioni in relazione alle *research questions* poste in precedenza:

³⁰⁴ Il secondo ed il terzo Paese verso cui si dirigono gli investimenti effettuati dai fondi comuni di investimento sono rispettivamente Taiwan e Cina, con un peso di circa il 7% sul totale del portafoglio.

³⁰⁵ Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, 2009, cit, p 18.

1. Nel corso degli anni analizzati pare aver assistito ad una sorta di “*effetto apprendimento*”, tipico di altre tipologie di fondi comuni di investimento³⁰⁶; infatti dopo una fase di crescita repentina e di consolidamento del settore, le tecniche di gestione del portafoglio sembrano maggiormente coerenti con la definizione di un portafoglio ottimale.
2. L’orizzonte temporale di riferimento sembra avere un ruolo importante nell’*asset allocation* strategica dei fondi sovrani: in generale i fondi di stabilizzazione hanno un portafoglio più prudente rispetto ai fondi di risparmio, alle *reserve investment corporation*, e ai SPRFs, in cui invece viene colta l’importanza di elementi quali l’*equity risk premium* e l’*illiquidity premium*.
3. I fondi di tipo *commodity* nel complesso sembrano avere un’*asset allocation* più prudente rispetto ai fondi *non-commodity*, coerentemente con la logica della massimizzazione del portafoglio assumendo come vincolo una materia prima, tipicamente il petrolio.
4. Alcuni effetti distorsivi sono comunque presenti, se si considera ad esempio l’*home bias* in ottica di *asset allocation* geografica e un sovrappeso del comparto energetico in ambito di *asset allocation* settoriale.

Nel prossimo paragrafo si cercherà di approfondire la potenziale presenza in letteratura di effetti distorsivi di natura politica, specifici dei fondi sovrani, prima di procedere alla verifica empirica.

2.2.4 L’*asset allocation* dei Fondi Sovrani: “*political bias?*”

La più importante peculiarità dei fondi sovrani, rappresentata dall’essere un veicolo di investimento governativo, ha posto degli interrogativi perseguimento di finalità anche di natura politica, in particolare nel periodo di crescita dei fondi sovrani, che si è manifestato prima della crisi finanziaria relativa ai mutui *subprime* (2005-2007). Infatti alcuni contributi³⁰⁷ sottolineavano come un governo

³⁰⁶ Ad esempio il “*learning effect*” è stato dimostrato con riferimento ai fondi comuni di investimento etici. Alcuni contributi hanno sottolineato come le performance di tali fondi, in una prima fase di sviluppo del fenomeno, sono state significativamente inferiori rispetto ai fondi comuni di investimento tradizionali, mentre in una successiva fase di consolidamento/maturità, le performance dei fondi comuni etici non sono state significativamente inferiori rispetto a quelle registrate dai fondi tradizionali. Ciò si potrebbe applicare anche nel caso dell’*asset allocation* strategica ottimale di portafoglio dei fondi sovrani rispetto ad altri investitori istituzionali. Cfr BAUER R., KOEDIJK K., OTTEN R., *International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style*, Working Paper, Maastricht University, 2002, pp 1-28.

³⁰⁷ A tal riguardo si è espresso Summers nel 2007: “*The logic of the capitalist system depends on shareholders causing companies to act so as to maximize the value of their shares. It is far from obvious that this will over time be the only motivation of governments as shareholders. They want to see their national companies compete effectively, or to extract technology or to achieve influence*”. Cfr SUMMERS L., “Sovereign Funds Shake the Logic of Capitalism”, *Financial Times*, 30 luglio 2007; WEISMAN S. R., “Concern about Sovereign Wealth Funds Spreads to Washington”, *International Herald Tribune*, 20 agosto 2007.

potesse creare un veicolo di investimento *ad hoc* per esempio al fine di acquisire partecipazioni in imprese operanti in settori strategici di altri stati, oppure per acquisire *know how* tecnologico.

Nonostante tali suggestioni, il “*political bias*”, il quale non sembra esser mai stato un elemento in grado di influenzare l’*asset allocation* strategica degli investitori istituzionali³⁰⁸, non è stato oggetto di approfondita indagine da parte della comunità scientifica nell’ambito dei contributi inerenti le scelte di portafoglio dei fondi sovrani.

La maggior parte delle verifiche empiriche condotte ha dimostrato come i fondi sovrani agiscano in qualità di investitori istituzionali, perseguendo pertanto obiettivi tesi alla massimizzazione del binomio rischio/rendimento, piuttosto che perseguire altri obiettivi e subire influenze di natura politica.

Le verifiche empiriche riguardanti le eventuali distorsioni di natura politica esterna³⁰⁹ si sono fino ad ora principalmente concentrate sull’analisi dei flussi di investimenti tra Paesi “*home*” e Paesi “*recipient*” e il rispettivo regime politico: l’ipotesi alla base di questi contributi consiste nel fatto che l’effettuazione di un numero cospicuo di investimenti in Paesi con regimi politici autoritari³¹⁰, - per di più non appartenenti all’OECD-, affini politicamente e culturalmente ai Paesi in cui ha sede il fondo sovrano, potrebbe comportare il perseguimento di logiche differenti rispetto alla massimizzazione del binomio rischio/rendimento.

Il lavoro di Balding (2008)³¹¹ ha sottolineato come tali veicoli di investimento si comportino similmente ad altri investitori istituzionali, applicando principi di diversificazione di portafoglio strategica e geografica. Dello stesso avviso sono Kotter e Lel (2008)³¹², nel cui contributo tali veicoli di investimento sono rappresentati come investitori a medio-lungo termine, che perseguono obiettivi di massimizzazione del binomio rischio/rendimento e sono attivi nei mercati azionari e obbligazionari similmente ai fondi di *private equity* ed *hedge funds*³¹³.

³⁰⁸ Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds’ Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, 2009, cit, p 22: “..little research has been devoted to the impact of political regime on institutional investors’ behaviour, and none to our knowledge on the relation between SWF asset allocation and political regimes of sending/recipient countries”.

³⁰⁹ Nonostante gli autori dei contributi che verranno successivamente esaminati parlino di obiettivi di natura politica perseguiti dai fondi sovrani, rispetto agli obiettivi finanziari, tale ambito di indagine è al confine con l’analisi dell’ *home bias*, dato che Paesi affini culturalmente o con la medesima etnia potrebbero essere privilegiati rispetto ad altri Paesi, anche al di là del perseguimento di logiche di natura politica. Questa distorsione si potrebbe definire come “*home bias* allargato”.

³¹⁰ Una delle modalità di verifica dell’eventuale sovrappeso degli investimenti verso un certo Paese *target* rispetto all’*asset allocation* geografica ottimale potrebbe essere rappresentata da una elevata divergenza rispetto al peso della capitalizzazione di mercato del Paese oggetto di analisi rispetto alla capitalizzazione di mercato globale.

³¹¹ Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, 2008, cit, p 38: “..sovereign wealth funds have to date acted as rational economically driven investors diversifying their portfolio by asset class and geographic region”.

³¹² Cfr KOTTER J., LEL U., *Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*, cit, 2008.

³¹³ Si ricorda che anche BORTOLOTTI et al. nel 2009 hanno identificato la tendenza dei fondi sovrani ad acquisire rilevanti partecipazioni in imprese quotate al fine di introdurre cambiamenti nella *corporate governance*. Cfr

Un lavoro più articolato è stato condotto dall'OECD³¹⁴, la quale, dopo aver dimostrato come le scelte di investimento di un gruppo di fondi sovrani non siano dissimili in termini di diversificazione geografica e settoriale rispetto alle scelte di portafoglio effettuate da un gruppo di fondi comuni di investimento³¹⁵, si è soffermata in modo più approfondito sull'eventuale "logica politica" perseguita dai SWFs, effettuando due tipologie di analisi:

- Da un lato sono stati paragonati i regimi politici in cui hanno sede 17 fondi sovrani e un gruppo di fondi pensione con un elevato *asset under management* (in ottica di *political home country*).
- Dall'altro sono stati raffrontati i regimi politici delle "*recipient countries*", in cui sono stati destinati gli investimenti di 17 SWFs e di un campione di 25 *mutual funds* (in ottica di *political host country*)³¹⁶.

Per qualificare il regime politico sono stati utilizzati alcuni database ed indici³¹⁷, al fine di indicare il grado di democrazia di un Paese e la presenza di economie di mercato, piuttosto che di ingerenza dello stato.

Sui risultati si è espresso Masciandaro, evidenziando come "*finora nei dati non c'è traccia che possa far parlare di un fenomeno di distorsione autocratica in termini di portafoglio come di rendimento*"³¹⁸.

In effetti è opportuno distinguere la trattazione con riferimento ai Paesi *home* e *recipient*: se si analizzano i Paesi *home*, il livello di autocrazia è senza dubbio maggiore per il gruppo di SWFs rispetto ai fondi pensione, nelle cui sedi si registra un grado molto più elevato di competizione politica; ma, analizzando i Paesi *host*, si può notare un simile grado di democraticità per entrambi i gruppi di investitori istituzionali. In particolare l'OECD nota come "*when considering the targeted*

BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, cit, 2009, p 13.

³¹⁴ Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, pp 1-50

³¹⁵ Il campione oggetto di analisi è costituito da 17 fondi sovrani, i più importanti in termini di *asset under management*, e dai 25 fondi comuni di investimento con maggiori *asset* gestiti a livello globale. Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, p 16.

³¹⁶ Sono state esaminate 14435 esposizioni azionarie detenute dai fondi sovrani e 11600 esposizioni azionarie detenute dai fondi comuni di investimento.

³¹⁷ Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, p 24: "*Polity IV is a comprehensive database examining concomitant qualities of democratic and autocratic authority in governing institutions;...the Status Index that ranks countries according to their state of democracy and market economy;... the Management Index ranks them according to their leadership's management performance between 2005 and 2007*".

³¹⁸ Cfr MASCIANDARO D., "Fondi sovrani, istruzioni per l'uso", *Economia & Management*, 2010, n 6, p 27. E' opportuno sottolineare, come ricorda lo stesso autore, che "*il paese autocratico era contraddistinto da un basso livello di competizione politica, unito a un alto livello di ingerenza dello stato nell'economia....I paesi autocratici erano associati a un basso livello di libertà nei flussi finanziari*".

*countries of SWFs and mutual funds in their investments, there is no significant gap in the political regime or corporate governance characteristics between the two groups*³¹⁹”.

Ciò è coerente con ulteriori analisi condotte da Bortolotti et al. (2009)³²⁰, che, concentrandosi sull'*asset allocation* geografica, dimostrano come tra il 1986 e il 2008, il Paese *target* preferito dai fondi sovrani sono stati gli USA, ovvero la più grande democrazia appartenente all'OECD, con una percentuale del 22,2% del valore complessivo degli investimenti effettuati; similmente Barbary e Chin (2009)³²¹, restringendo l'orizzonte temporale tra il 2000 e il 2008 e suddividendo i SWFs per regione di appartenenza (Asia e Medio-Oriente), hanno evidenziato come più della metà degli investimenti effettuati da parte dei *Middle-East SWFs* hanno avuto come target Paesi OECD per circa 2/3 del totale del valore complessivo, a differenza dei fondi asiatici per i quali i Paesi OECD hanno rappresentato il *target* per il 28% delle transazioni, pari al 49% del *total value*.

Solo una parte minoritaria della comunità scientifica ritiene che l'attività dei fondi sovrani possa essere influenzata da motivazioni di carattere politico: Bernstein, Lerner e Schoar nel 2009³²², esaminando 2662 transazioni effettuate da 29 SWFs in ottica di *private equity*, hanno evidenziato come le strategie di investimento dei fondi sovrani siano influenzate da logiche politiche, in particolare quando si verificano due condizioni:

1. il consiglio di amministrazione del fondo è composto anche da membri politici;
2. la gestione non è affidata a manager esterni.

In tali circostanze i fondi sovrani tendono ad investire maggiormente in ottica domestica, acquisendo partecipazioni in imprese a prezzi molto elevati e, anche nelle circostanze in cui effettuano transazioni estere, tendono a privilegiare settori che presentano elevati *price/earnings* al momento dell'acquisizione. Se si osserva il medesimo indicatore l'anno successivo rispetto all'accordo di acquisizione, si nota in media una elevata contrazione, che potrebbe essere interpretata in due modi: da un lato come una scarsa abilità di *stock picking* da parte dei fondi nel cui processo di gestione sono presenti membri politici, dall'altro come maggiore sensibilità ad interessi socio-economici di una nazione rispetto agli interessi di natura puramente finanziaria³²³.

³¹⁹ Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, p 27.

³²⁰ Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, cit, 2009, p 19.

³²¹ Cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, cit, 2009, p 24.

³²² Cfr BERNSTEIN S., LERNER J., SCHOAR A., *The investment strategies of sovereign wealth funds*, 2009, cit, pp 1-53.

³²³ Cfr BERNSTEIN S., LERNER J., SCHOAR A., *The investment strategies of sovereign wealth funds*, 2009, cit, p 4: “It may be that funds investing more heavily in their domestic markets, particularly those with the active involvement of political leaders, are more sensitive to the social needs of the nation. As a result, they might be willing to accept investments which have high social returns but low private ones...The alternative interpretation would suggest that greater investment at home is a symptom of poor investment decisions, since the funds are prone to home bias or else to have decisions distorted by political or agency considerations”.

In questo lavoro sembra trovare riscontro l'ipotesi di distorsione politica di natura interna, presentata precedentemente nella trattazione. Gli autori ritengono che alcuni investimenti effettuati da *Temasek* e *GIC* in Cina e India, partner commerciali strategici, e le vendite delle partecipazioni nelle banche islandesi da parte del *Government Pension Fund-Global* testimonino il fatto che obiettivi finanziari e di natura politica si intersecano nella composizione del portafoglio dei SWFs³²⁴.

Anche Chhaochharia e Laeven (2008)³²⁵ hanno dimostrato come l'*asset allocation* dei fondi sovrani non persegua logiche puramente finanziarie: infatti, nonostante i SWFs tendano a diversificare il portafoglio in ottica internazionale, nel momento in cui effettuano investimenti esteri, privilegiano Paesi che presentano affinità culturali e religiose col Paese di origine del fondo³²⁶. Ad esempio i fondi sovrani medio-orientali che hanno sede in una regione con una popolazione prevalentemente musulmana, tendono a sovrappesare partecipazioni azionarie in imprese estere operanti in Paesi aventi la medesima religione, piuttosto che affinità linguistiche o etniche.

Ma non tutti i fondi sovrani operano in tal modo: nel *Government Pension Fund-Global* le variabili culturali non sembrano influenzare l'*asset allocation* strategica, mentre gli investimenti azionari sembrano maggiormente privilegiare i mercati limitrofi e dimostrare una buona diversificazione settoriale.

Pertanto la letteratura si è soffermata principalmente sul *political bias* causato da elementi di natura interna al fondo, inerenti in particolare alla *governance* e sull'*asset allocation* geografica dei SWFs per cercare di spiegare distorsioni politiche. Complessivamente sembra che, in situazioni di normalità, il fondo sovrano non detenga portafogli differenti rispetto agli altri investitori istituzionali, anche se membri di natura politica all'interno del *board* potrebbero influenzare le strategie del fondo, in particolare se la gestione è affidata a manager interni; ciò dimostra che un certo "*internal political bias*" è presente nel processo di gestione.

Successivamente si cercherà di analizzare il comportamento dei SWFs anche in situazioni di *shock* esogeni, rappresentate ad esempio dalla recente crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*, in modo tale da verificare l'eventuale presenza di distorsioni di natura politica, che, in tal caso, potrebbero essere qualificate come momentanee o di natura congiunturale.

³²⁴ Cfr BERNSTEIN S., LERNER J., SCHOAR A., *The investment strategies of sovereign wealth funds*, 2009, cit, p 29.

³²⁵ Cfr CHHAOCHHARIA V., LAEVEN L.A., *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, 2009, cit, pp 1-52.

³²⁶ Cfr CHHAOCHHARIA V., LAEVEN L.A., *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, 2009, cit, pp 22: "Overall, the results indicate that the investment allocation of many SWFs is in part driven by cultural differences, notably similarity in religion. Given that differences in religion should not be of first order importance in determining the asset allocation of rational investors, this anomaly suggests that SWFs have ulterior objectives when investing abroad that are not necessarily consistent with global diversification and an improvement in risk-return tradeoffs."

2.2.5 L'asset allocation dei Fondi Sovrani: una verifica empirica

2.2.5.1 Premessa: indicazioni di carattere metodologico

Al fine di rispondere alle *research questions* formulate nel presente lavoro si procederà di seguito ad effettuare una verifica empirica sull'*asset allocation* dei fondi sovrani, facendo riferimento alle informazioni pubbliche fornite dagli *Annual Report* o siti internet su un *dataset* di 56 SWFs individuati in coerenza con la definizione accolta in questo lavoro per un arco temporale di riferimento che va dal 2007-2010³²⁷. I principali limiti riscontrati nel *dataset* e che incidono sulla ricerca, riguardano i seguenti elementi: su un universo di 56 fondi sovrani, solo 37 dispongono di un sito internet (il 66%) e solo 16 (il 29%) hanno predisposto un *Annual Report*³²⁸; inoltre non sono sempre disponibili le informazioni concernenti l'*asset allocation* strategica, settoriale o geografica. Ciò è, evidentemente, determinato dal grado di trasparenza del scelto dal singolo fondo³²⁹.

Sotto il profilo metodologico si è proceduto come segue: *in primis*, è stato consultato l'*Annual Report* di ogni fondo al fine di identificare la parte relativa alle scelte di portafoglio attuate³³⁰. Qui le informazioni disponibili non sono omogenee; in alcuni fondi si dà maggior peso all'*asset allocation* geografica- *Temasek* ne è un esempio-, mentre è più difficile identificare l'*asset allocation* strategica. In altri fondi, come ad esempio *Chile Pension Reserve Fund*, è stato possibile

³²⁷ L'indagine si differenzia dal contributo di Kunzel et. al (2011) in relazione all'orizzonte temporale, più ampio, dato che include il 2010 e al maggiore campione di riferimento, dato che sono inclusi 17 fondi e non 14. Cfr KUNZEL P., LU Y., PETROVA I., PIHLMAN J., *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds- A Shifting Paradigm*, 2011, cit., pp 1-16. E' importante includere anche il 2010 perchè le scelte di portafoglio effettuate dai fondi sovrani fino a dicembre 2009 potrebbero esser inquadrare all'interno di un periodo in cui si è assistito ad un sostanzioso recupero dei mercati finanziari internazionali, trainati da migliori prospettive di crescita economica, dopo il *bottom* raggiunto nel marzo 2009 (per inquadrare l'entità del recupero si può prendere ad esempio l'indice *Standard & Poor's 500*, che comprende le 500 maggiori imprese quotate negli USA per capitalizzazione e flottante, il quale il 9 marzo 2009 ha chiuso a 676,53 punti, rispetto ai 1126,42 del 30 dicembre 2009, evidenziando un rialzo in termini percentuali di circa il 67% rispetto al *bottom* toccato a marzo). Ciò potrebbe consentire di definire i fondi sovrani come abili *stock picker*, in particolare se, agendo in ottica *contrarian*, avessero acquistato attività finanziarie a prezzi ridotti per sfruttare un extra-rendimento nel medio-lungo termine. Per verificare se effettivamente l'incremento delle *asset classes* rischiose nei fondi con orizzonti temporali a medio-lungo termine è strutturale, sembra opportuno analizzare un orizzonte temporale più ampio, includendo anche il 2010, periodo in cui si è manifestata una relativa stabilità dei mercati finanziari (lo stesso indice *Standard&Poor's 500* il 30 dicembre 2010 ha chiuso a 1257,88 punti, con un rialzo di poco meno del 12% rispetto al 30 dicembre 2009).

³²⁸ I fondi sovrani che hanno predisposto un *Annual Report*, a conoscenza di chi scrive, sono: *Abu Dhabi Investment Authority*, *Alaska Permanent Fund*, *Alberta's Heritage Fund*, *Australian Future Fund*, *Chile Pension Reserve Fund*, *China Investment Corporation*, *Government of Investment Corporation*, *Government Pension Fund-Global*, *Heritage and Stabilization Fund*, *Korea Investment Corporation*, *National Pension Fund Ireland*, *New Mexico State Investment Council*, *New Zealand Superannuation Fund*, *Petroleum Fund of Timor-leste*, *State Oil Fund*, *Temasek*.

³²⁹ Il grado di trasparenza dei fondi sovrani verrà esaminato nel capitolo successivo.

³³⁰ Rispetto al lavoro di KUNZEL P., LU Y., PETROVA I., PIHLMAN J., del 2011, sono stati esaminati un numero maggiore di fondi sovrani; ciò è dovuto in parte all'introduzione da parte di alcuni fondi di un numero maggiore di informazioni in merito alle scelte di *asset allocation* nel sito internet-*Abu Dhabi Investment Authority* ne è un esempio-, in parte alla redazione dell'*Annual Report* da parte di nuovi SWFs, come ad esempio il *China Investment Corporation*. Cfr KUNZEL P., LU Y., PETROVA I., PIHLMAN J., *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds- A Shifting Paradigm*, 2011, cit., pp 1-16.

identificare l'*asset allocation* strategica, ma non quella geografica. In altri fondi, in particolare quelli che hanno sede nei Paesi OCSE, le informazioni sono più complete.

Nei casi in cui non è presente l'*Annual Report*, sono stati consultati i siti internet al fine di identificare le scelte di portafoglio, ma anche in tal caso le informazioni non sono uniformi. In alcuni casi, come nell'*Oil & Gas Fund* russo è stato possibile risalire all'*asset allocation* strategica e geografica, in altri casi le informazioni non sono state sufficienti. Ad esempio nel sito del *Qatar Investment Authority*, come precedentemente riportato, sono descritte alcune considerazioni di ordine generale sulla tendenza del fondo sovrano a diversificare il portafoglio, investendo in un'elevata gamma di *asset classes*, mentre nel sito di *Mubadala Development Company* vengono identificati i settori in cui investe in fondo, ma non il relativo peso all'interno del portafoglio. In *Mumtalakat Holding Company* invece vengono identificate le imprese partecipate, senza dare alcun riferimento alla data di acquisizione, alla percentuale detenuta e al peso all'interno del portafoglio del singolo titolo azionario.

Avendo presente dette limitazioni, la verifica empirica verrà svolta con l'obiettivo di analizzare:

1. Il portafoglio in senso stretto;
2. Eventuali distorsioni di natura politica (di tipo esterno) che inficiano le strategie di investimento dei SWFs.

La verifica empirica concernente le scelte di portafoglio in senso stretto si articolerà in tre fasi:

1. L'analisi di eventuali *benchmark* adottati dai fondi sovrani: infatti una delle fondamentali funzioni del *benchmark* (*ex-ante*) è quella di aiutare a comprendere il portafoglio oggetto di indagine e il relativo grado di rischio³³¹. Si cercherà pertanto di verificarne in primo luogo l'eventuale adozione, in secondo luogo il contributo apportato in termini di identificazione del portafoglio.
2. L'analisi dell'*asset allocation* strategica: si effettuerà l'analisi, suddividendo da un lato i fondi sovrani a seconda degli obiettivi istituzionali perseguiti (fondi di stabilizzazione, fondi di risparmio, *Sovereign Pension Reserve Funds* e *reserve investment corporations*) e dall'altro l'intero portafoglio in quattro *asset classes*, ovvero *cash*, *fixed income*, *equity* e *alternatives*. All'interno di quest'ultima sono ricompresi gli investimenti nel settore immobiliare (*real estate*), in *commodities* (fisiche, o attraverso quote di *exchange traded commodities*), in quote di fondi di *private equity* e in quote di *hedge funds*. Ci si soffermerà

³³¹ Come noto, il *benchmark* ha anche altre fondamentali funzioni nell'ambito della gestione collettiva del risparmio: *ex-post* ad esempio è adottato come termine di raffronto delle performance generate dal fondo comune di investimento, in modo tale da determinare l'effettivo valore complessivo generato dal processo di gestione- e quindi in ultima analisi lo stile di gestione adottato dalla Società di Gestione del Risparmio. Per maggiori approfondimenti si rinvia a BOLOGNESI E., TASCA R., *Il ruolo del benchmark tra passato e futuro*, in (a cura di) BROGI M., COMANA M., *Saggi in onore di Tancredi Bianchi*, 2009, cit, volume 3, pp 557-568.

su un raffronto del portafoglio detenuto dal *China Investment Corporation* nel 2009 e nel 2010, dati i progressi attuati dal suddetto fondo sovrano in termini di trasparenza e data l'elevata influenza che potrebbe avere in futuro nei mercati finanziari³³²

3. L'analisi dell'*asset allocation* geografica: per indagare le aree geografiche in cui investono, i fondi sovrani verranno suddivisi da un lato in relazione all'area geografica di appartenenza (area Europa, Asia e America), dall'altro in relazione alle modalità di *funding* (*commodity* e *non-commodity*). Le aree oggetto di investimento sono state identificate in area Europa, America, Asia-Pacifico e Mercati Emergenti (*ex-Asia*), coerentemente con la suddivisione effettuata dal maggior numero di *Annual Report* analizzati³³³. Queste suddivisioni permettono di identificare eventuali *home bias*, distorsione peraltro presente anche in altri investitori istituzionali quali fondi comuni di investimento e fondi pensione.

Per ciò che riguarda la seconda fase, ovvero l'analisi di eventuali distorsioni politiche di natura esterna, verrà analizzato il comportamento dei fondi durante la crisi finanziaria: attraverso un'indagine dell'*asset allocation* settoriale *ex-ante* ed *ex-post* rispetto alla crisi e delle operazioni effettuate dai SWFs principalmente tra la fine dell'anno 2007 e il primo trimestre 2009- tra cui si segnalano le operazioni di ricapitalizzazione effettuate sia nei Paesi appartenenti all'area OECD, sia nei Paesi emergenti- si cercherà di identificare la presenza di eventuali "*political bias*", causati da fenomeni congiunturali. Ciò consentirà anche di effettuare alcune considerazioni in merito alla diversificazione o specializzazione perseguita dai fondi sovrani (anche in termini di *asset & liability management*).

2.2.5.2 Il benchmark

Nell'ambito della gestione collettiva del risparmio, una delle modalità per comprendere *ex-ante* la composizione del portafoglio di un fondo comune di investimento è l'analisi del *benchmark*; dato che i fondi sovrani sono considerati investitori istituzionali, e questi ultimi adottano un *benchmark*, allora è opportuno analizzare *in primis* se i SWFS hanno adottato un *benchmark*, e successivamente verificare se è uno strumento utile per determinarne il portafoglio.

³³² Si ricorda che la Cina ha superato i \$3 trillion di riserve in valuta estera; se le riserve in eccesso venissero trasferite al fondo sovrano l'*asset under management* del fondo sarebbe di gran lunga il maggiore di tutti i fondi sovrani considerati nel presente lavoro.

³³³ Altri *Annual Report* suddividono le aree geografiche in relazione all'appartenenza ai Paesi identificati all'OECD, altri includono l'area Asia-Pacifico nei mercati emergenti, altri ancora suddividono l'area Europa considerando i Paesi appartenenti o meno all'Unione Europea.

Tra l'universo dei 56 SWFs analizzati solo 16 hanno adottato un *benchmark*³³⁴ (il 29%). Tale percentuale rispecchia il grado di opacità di tali veicoli di investimento, rispetto ai fondi comuni di investimento, per i quali l'adozione di un parametro di riferimento è obbligatoria, e ha indotto l'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds* a raccomandarne l'indicazione all'interno dei Principi di Santiago³³⁵.

La tabella 8 presenta i *benchmarks* adottati dai fondi sovrani: la seconda e la terza colonna ripropongono i dati riportati da Ziemba nel 2008³³⁶ - riguardanti i *benchmarks* azionari e obbligazionari adottati il periodo antecedente la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime* - mentre le ultime tre colonne descrivono i *benchmarks* adottati dopo la crisi finanziaria³³⁷, proponendo anche, ove presenti, i parametri di riferimento degli *alternatives*.

Tabella 8

***Benchmarks* adottati dai SWFs in aprile 2008 e in maggio 2011**

SWFs	Azionario (2008)	Obbligazionario (2008)	Azionario (2011)	Obbligazionario Liquidità (2011)	Alternatives (2011)
Abu Dhabi Investment Authority	-	-	MSCI Index-S&P500	-	-
Alberta's Heritage Fund	Standard&Poor's/TSX Composite Index (Canada), S&P 1500 Index (US), MSCI EAFE	Scotia Capital Universe Bond Index	MSCI All Country World Index (42%); S&P/TSX Composite Index (8%)	DEX Universe Bond Index (20%)	IPD Large Institutional All Property Index (17,5%); S&P Global Infrastructure Index (12,5%)
Alaska Permanent	S&P500, Russell 1000, Russell 2000,	-	Russell 3000 (per la parte US);	Barclays Aggregate Bond	NCREIF Property Index; UBS

³³⁴ Vi è da sottolineare come gli altri 40 fondi potrebbero anche aver adottato un *benchmark*, ma comunque non lo rendono pubblicamente disponibile o attraverso il sito internet o attraverso l'*Annual Report*; in tal modo verrebbe vanificato il valore informativo connesso al parametro di riferimento.

³³⁵ L'*International Working Group* ha sollecitato l'adozione di un *benchmark*, in quanto indicatore uniforme della politica di investimento del fondo; a tal riguardo si esprime il GAAP 18: "*The SWFs investment policy should be clear and consistent with its defined objectives, risk tolerance, and investment strategy, as set by the owner or the governing bod(y)ies, and be based on sound portfolio management principles*"; e ulteriormente il terzo *subprinciple* del GAAP 18 (18.3): "*A description of the investment policy of the SWFs should be publicly disclosed*". Cfr INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices*, cit, 2008, pp 20-21.

³³⁶ Cfr ZIEMBA R., *So, what are Sovereign Wealth Funds Targeting?: Assessing Benchmarks*, RGE Ecomonitor, 2008.

³³⁷ Tra gli altri hanno introdotto un *benchmark* Abu Dhabi Investment Authority e New Mexico State Investment Council, incrementando in tal modo la complessiva trasparenza successivamente all'adozione dei principi di Santiago. L'argomento verrà approfondito nel capitolo successivo.

Fund	MSCI EAFE, EM		MSCI All Country World (ex-US); MSCI World Index	Index; Barclays Capital U.S. High Yield 2% Issuer Cap	Global Investors REIT Index; LIBOR + 4%; LIBOR + 6%
Australian Future Fund	-	-	ASX 200 Accumulation Index; MSCI World ex-Australia; MSCI Emerging Markets;	Barclays Capital Global Aggregate (ex-Sovereign) Index (70%); Merrill Lynch High Yield Master Index (30%);	Cambridge Associates Private Equity Universe; UBS Bank Bill Index + 3%; CPI + 5%.
China Investment Corporation	Rendimento al netto di commissioni proposto a manager esterni: 300 bps sopra MSCI All Country Index (azionario globale), 200 bps sopra MSCI EAFE, 300 bps sopra MSCI East Asia ex-Japan	150 bps sopra JP Morgan EMBI Global	Rendimento al netto di commissioni proposto a manager esterni: 300 bps sopra MSCI All Country Index (azionario globale), 200 bps sopra MSCI EAFE, 300 bps sopra MSCI East Asia ex-Japan	150 bps sopra JP Morgan EMBI Global	-
Government of Investment Corporation	MSCI World Equity	Barclays Global Bond Indices	MSCI World Equity	Barclays Global Bond Indices	-
Government Pension Fund- Global	FTSE large e mid-cap equity indices	-	FTSE Group, Barclays Capital Indices	FTSE Group, Barclays Capital Indices	European Real Estate Index; Investment Property Databank
Heritage and Stabilization Fund	-	-	Russell 3000- ex energy; MSCI EAFE ex-energy Index	Merril Lynch 1-5 years US Treasury Index; Barclays Capital US Aggregate Bond Index	-
Kazakhstan National Fund	MSCI World Equity	Merril Lynch 6-month T-Bill index, Salomon World Government Bond Index	-	-	-
Korea Investment Corporation	MSCI World Equity	Barclays Global Bond Index	MSCI World Equity	Barclays Capital Global Aggregate Bond Index	S&P GSCI Light Energy Index; G7 Inflation +5%
Kuwait Investment Authority	Outperform MSCI Global Index	-	S&P500, S&P/TSX Capped Composite	-	S&P 1200 Global Index + 5%; UBS Global Real Estate Index + 1,25%; HFRT1 Fund of Funds Composite Index + 1%
National Pension Reserve Fund Ireland	FTSE All World Eurobloc Index	-	FTSE Japan; FTSE North America; FTSE Eurozone; FTSE Developed Europe (ex-	-	S&P GSCI

			Eurozone); FTSE Dev. World Small Cap (ex North America); FTSE Dev. Pacific (ex-Japan); MSCI Emerging Markets; Russell 2000.		
New Mexico State Investment Council	-	-	MSCI World; S&P 500; Russell 1000; S&P Mid Cap 400; Russell 2000 (growth e value); MSCI EAFE (growth e value); MSCI Emerging Markets;	Barclays Aggregate Index; Barclays High Yield; CSFB Levered Loans; Barclays 1-10 TIPS; 90 Day T-Bill; Citigroup World Govt.Bond; JP Morgan EMBI Plus.	DJ UBS Commodity Index; Wilshire REIT Index; HFRI Fund of Funds; 90 Day T-Bills + 2%
New Zealand Superannuation Fund	-	-	90 Day T-Bill + 2,5%	90 Day T-Bill + 2,5%	-
Petroleum Fund of Timor-Leste	-	-	MSCI World Index	US Government Bond 0-5 years, US Government 5-10 years, Government/Supranational USD AAA; Australian Government; Japan Government; United Kingdom GILts	-
SAMA	S&P500, MSCI Europe e Global, TSE (Giappone)	JPM Global Bond Index, Libor 3 mesi, Barclays Global Bond Index	-	-	

Fonte per azionario e obbligazionario 2008: rielaborazione di Ziemba R., *So, what are Sovereign Wealth Funds Targeting?:Assessing Benchmarks*, RGE Econmonitor, 2008; per azionario e obbligazionario 2011: elaborazione da siti internet e *Annual Report*

Dalla tabella emerge una difficoltà ad identificare il portafoglio dei fondi sovrani attraverso l'analisi del *benchmark*, a causa di diversi fattori, tra i quali è opportuno sottolineare:

1. Un diverso utilizzo del parametro di riferimento da parte dei SWFs.
2. Una differente composizione del *benchmark* medesimo.

Dal lato dell'utilizzo, rileva sottolineare come alcuni fondi adottino un unico *benchmark* per l'intero portafoglio, altri uno solamente per una *asset class*, mentre la maggior parte dei SWFs adotta *benchmarks* differenti per ciascuna *asset class*.

Così ad esempio il *New Zealand Superannuation Fund* adotta il *90 Day T-Bill+ 2,5%* per l'intero portafoglio, azionario ed obbligazionario, mentre *Abu Dhabi Investment Authority* utilizza un *benchmark* solo per la componente azionaria (*MSCI Index* e *S&P 500*)³³⁸. Il *Kuwait Investment Authority* invece adotta un parametro di riferimento per due classi di attività, azionario e *alternatives*, mentre l'*Alberta's Heritage Fund*, l'*Alaska Permanent Fund*, l'*Australian Future Fund*, il *Government Pension Fund-Global* e il *New Mexico State Investment Council* adottano un *benchmark* differente per ciascuna *asset class*.

E' interessante notare come ai *benchmark* relativi alle gestioni effettuate da *manager* interni siano spesso affiancati obiettivi di rendimento complessivo a fronte di gestioni di parte del portafoglio affidate a *manager* esterni: così ad esempio l'*Australian Future Funds*, che delega parte della gestione del fondo a manager esterni, propone un mandato costituito dal *Consumer Price Index* (CPI) aumentato del 4,5%-5,5% sia per il comparto azionario che obbligazionario³³⁹. Oltre al già citato esempio dell'*Australian Future Fund*, si può citare il *China Investment Corporation*, il quale per il portafoglio obbligazionario propone come *target* di rendimento il *JP Morgan EMBI Global* maggiorato di 150 *basis point*, mentre per la parte azionaria richiede una *overperformance* da parte di gestori esterni di indici quali l'*MSCI All Country*, l'*MSCI EAFE*, e l'*MSCI East Asia-ex-Japan*³⁴⁰.

Dal lato della composizione, è opportuno sottolineare l'elevata eterogeneità dei *benchmarks*:

1. Alcuni fondi utilizzano un unico parametro di riferimento per ogni singola *asset class*;
2. Altri SWFS adottano diversi *benchmarks* per ogni classe di attività, ma senza render noto il peso di ogni indice all'interno del singolo comparto.
3. Solo una piccola percentuale di fondi sovrani, nel caso in cui siano presenti più *benchmarks*, rende noto il peso di ciascuno rispetto al totale del portafoglio.

Fanno parte della prima categoria ad esempio fondi quali il *Government of Investment Corporation* e il *Korea Investment Corporation* (ad esclusione degli *alternatives*), che per il comparto azionario adottano un indice generale quale l'*MSCI World Equity*; al secondo gruppo appartengono il maggior numero di fondi sovrani, tra cui si segnalano l'*Alaska Permanent Fund*, l'*Heritage Stabilization Fund*, il *National Pension Reserve Fund Ireland*, i quali indicano un elevato numero di *benchmark* (il fondo sovrano irlandese ne propone 8), senza renderne noto il relativo peso. Pertanto se in presenza di un unico indice è ipotizzabile attendersi un portafoglio allineato allo stesso, pur

³³⁸ Successivamente si vedrà che questi due fondi sovrani hanno un portafoglio composto sia da *equity*, che da *fixed income* ed *alternatives*.

³³⁹ Cfr *Annual Report Future Fund 2009-2010*, p 9: "The Investment Mandate for the Future Fund sets the target benchmark return of at least CPI +4,5 to 5,5% per annum over the long term with acceptable but not excessive risk".

³⁴⁰ Anche l'*Alberta's Heritage Fund* propone un mandato per *manager* esterni con un obiettivo di rendimento del 4,50% annuo.

considerando uno diverso stile di gestione (attivo o passivo), in presenza di più indici, senza l'indicazione del peso relativo, il portafoglio è più difficilmente identificabile³⁴¹.

Un numero minoritario di SWFs si distinguono per la trasparenza associata alla diffusione del peso di ogni indice all'interno di una *asset class* o del portafoglio complessivo. Così ad esempio l'*Australian Future Fund* suddivide il portafoglio obbligazionario in due aggregati- rappresentati da *Barclays Capital Global Aggregate (ex-Sovereign) Index* (70)% e *Merril Lynch High Yield Master Index* (30%): in tal modo si possono identificare, all'interno del portafoglio obbligazionario *corporate*, il peso della componente di tipo *investment grade*, e quello componente di tipo *high yield*, e quindi il grado di rischio/rendimento offerto dal comparto obbligazionario.

L'*Alberta's Heritage Fund* sembra mostrare il più elevato livello di trasparenza, diffondendo il peso di ogni indice rispetto al totale del portafoglio. Per ciò che riguarda la componente azionaria, si può notare, *in primis*, come pesi il 50% del totale del portafoglio, dato che l'*MSCI All Country World Index* pesa il 42% e l'*S&P/TSX Composite Index* pesa l'8%, e in secondo luogo come sia suddivisa in relazione all'area geografica di interesse del SWF; infatti vi è un portafoglio diversificato a livello globale, con una percentuale investita in azioni quotate in Canada, il cui indice di riferimento è l'*S&P/TSX Composite Index*. La rimanente parte del portafoglio è suddivisa tra la componente obbligazionaria (20% del *Dex Universe Bond Index*) e gli *alternatives*, tra i quali pesa in particolar modo il *real estate* (l'*IPD Large Institutional All Property Index* pesa il 17,5% e l'*S&P Global Infrastructure Index* il 12,5%).

Pertanto appare complesso giungere alla determinazione del portafoglio dei fondi sovrani attraverso l'analisi dei *benchmarks*. Se rispetto al 2008 diversi SWFs hanno adottato i *benchmarks* con una maggiore trasparenza che si riscontra anche dall'introduzione degli indici per gli *alternatives*, rimane comunque difficile arrivare a determinarne il peso all'interno del portafoglio, e il conseguente grado di rischio/rendimento affrontato dal fondo.

Cercando comunque di trarre qualche considerazione complessiva, sembra che sia per la componente azionaria, sia per la componente obbligazionaria vengano utilizzati in prevalenza indici globali: in *Government Investment Corporation*, *Korea Investment Corporation* e in *Petroleum Fund of Timor-Leste* ad esempio il parametro di riferimento è rappresentato dall'*MSCI World Index*, che comprende le principali imprese maggiormente capitalizzate a livello globale; allo stesso modo i *Barclays Global Bond Indices* sono i *benchmarks* più utilizzati per il comparto obbligazionario. Per ciò che riguarda le *asset classes* alternative sembra che ci sia un maggior peso della componente

³⁴¹ Diverso è il caso dei fondi comuni di investimento, in cui se la SGR decide di utilizzare due o più *benchmarks*, è obbligata ad indicarne il relativo peso. Si veda ad esempio il fondo *Emerging Markets Bond* gestito da *Pioneer Funds*, il cui *benchmark* è rappresentato per il 95% dall'indice *JPM EMBI Global Diversified*, e per il restante 5% dall'indice *JPM Cash 1 Month*. In tal modo l'identificazione del portafoglio appare maggiormente immediata. Cfr <http://www.unicreditbanca.it>.

real estate, presente con indici differenti in cinque fondi sovrani, rispetto alle quote di *hedge funds*, - i cui indici sono presenti in due fondi sovrani - *private equity* (presente solo nell'*Australian Future Fund*) e all'investimento in *commodities* (presente nel *New Mexico State Investment Council* il *DJ UBS Commodity Index* e nel *National Pension Reserve Fund Ireland* l'*S&P GSCI*).

Si può quindi ipotizzare in prima approssimazione che, ove presenti, se i *benchmark* sono rappresentati da indici globali, il ventaglio di titoli tra cui scegliere è a livello internazionale e non a livello locale: ciò porterebbe ad escludere un approccio di tipo “*home*” adottato dai fondi sovrani. Questo potrebbe essere dedotto in ipotesi di allineamento al parametro di riferimento dell'*asset allocation* dei fondi sovrani oggetto di analisi o di minimo scostamento; ma per la maggior parte SWFs non vi è possibilità di raffronto tra l'effettivo portafoglio detenuto e il *benchmark* indicato.

2.2.5.3 L'*asset allocation* strategica dei Fondi Sovrani

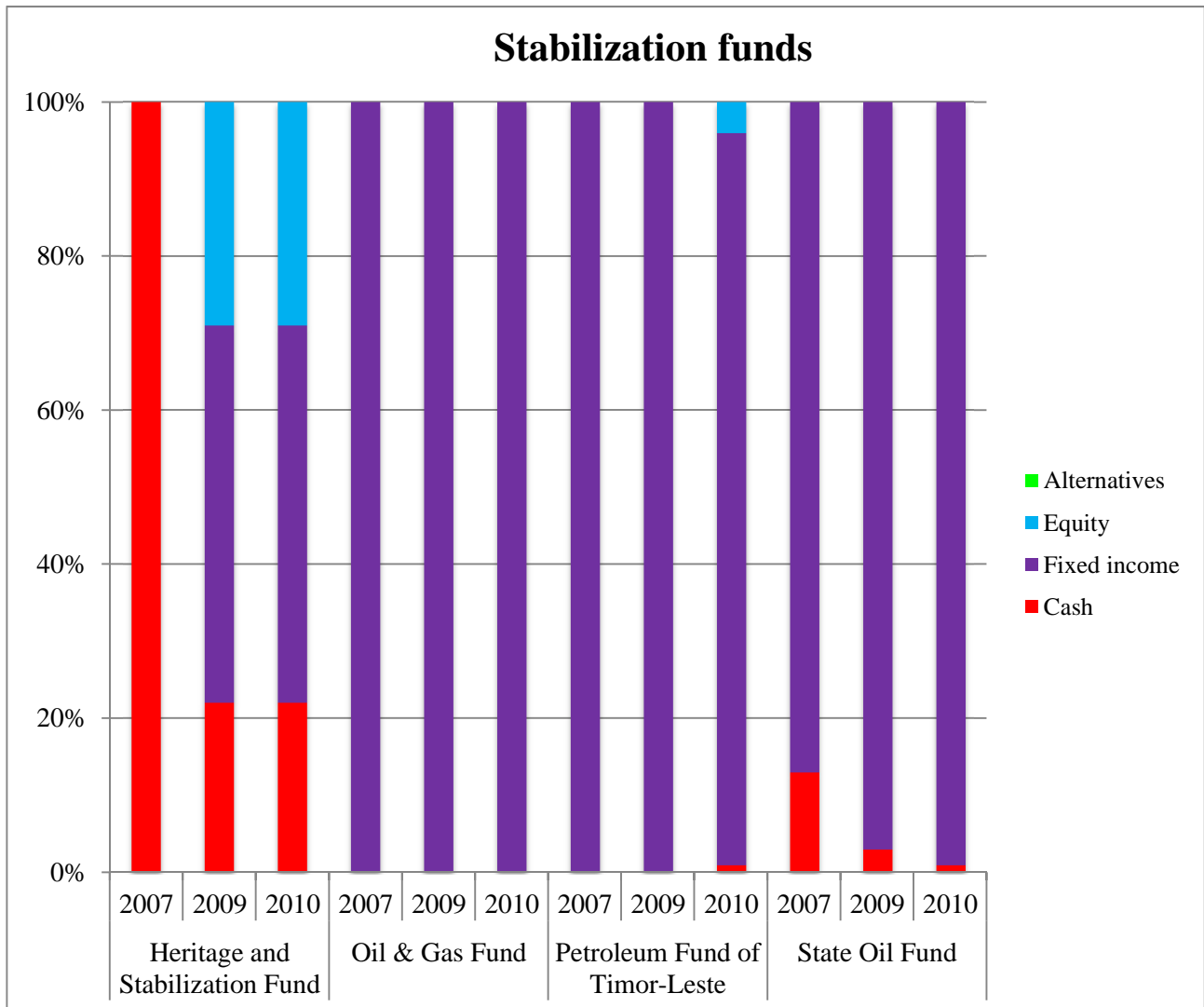
Le difficoltà incontrate facendo riferimento ai *benchmark* rendono necessario procedere all'indagine sull'*asset allocation* strategica dei fondi sovrani, attraverso il ricorso i dati riportati *Annual Report*. Nel grafico 12 viene riportata l'*asset allocation* di 17 fondi sovrani con riferimento all'arco temporale 2007-2010, articolando il portafoglio nelle quattro *asset classes* e suddividendo i fondi in relazione all'obiettivo istituzionale perseguito³⁴².

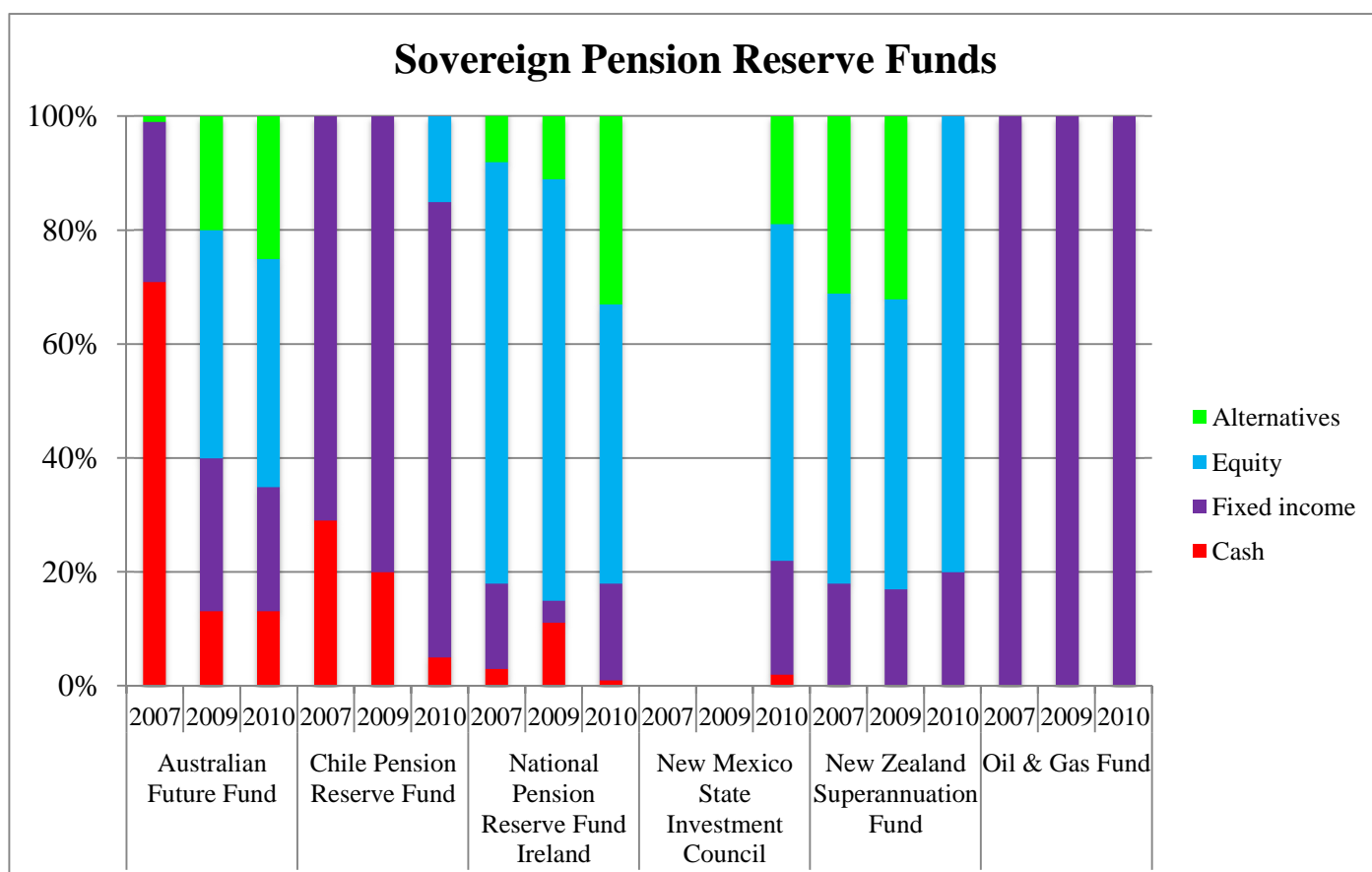
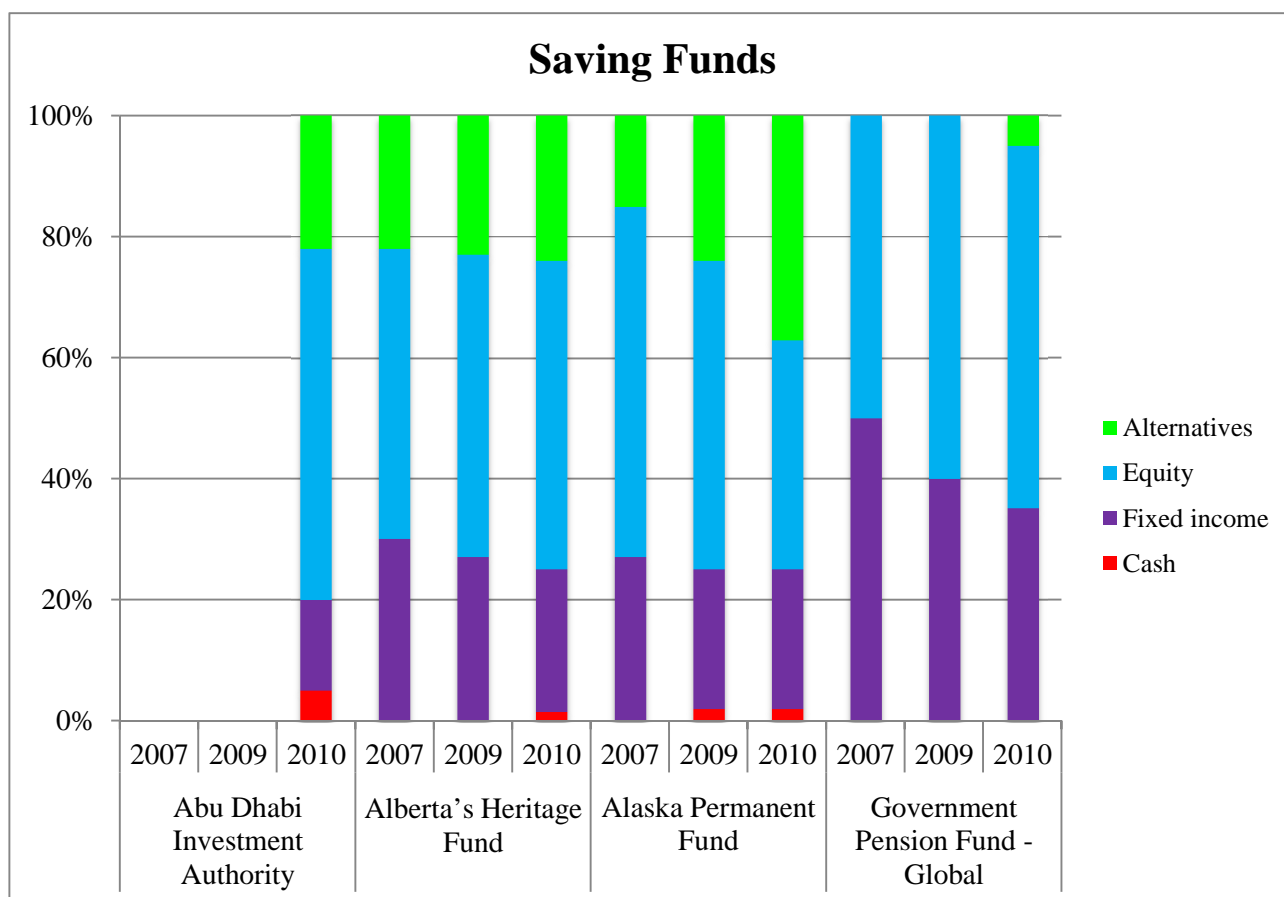
³⁴² L'*Oil & Gas Fund* russo viene riportato sia tra i fondi di stabilizzazione che tra i SPRFs, coerentemente con i suoi sottocomparti che perseguono obiettivi di carattere istituzionale differente.

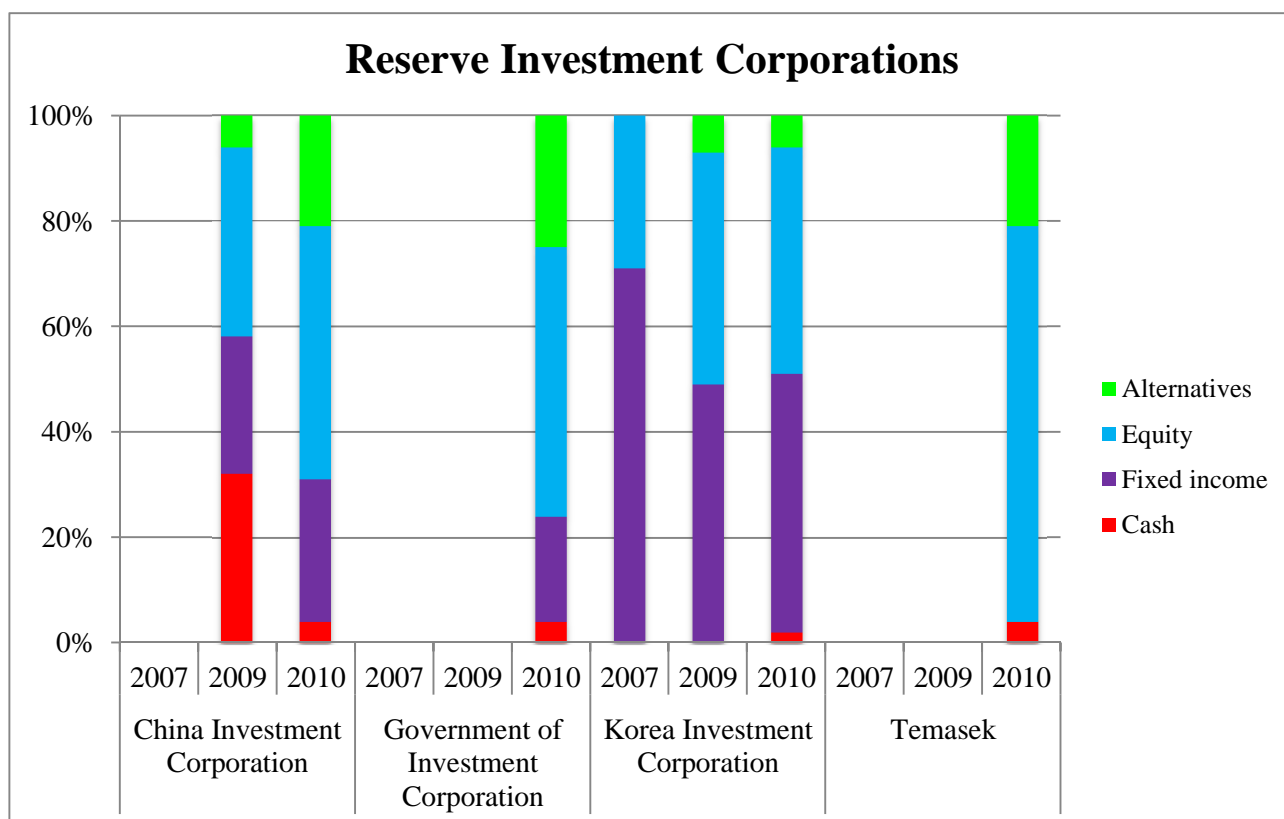
Grafico 12

Asset allocation strategica dei SWFs suddivisi per obiettivo istituzionale

(dicembre 2007-dicembre 2010)







Fonte: elaborazione dati *Annual Report* e siti internet; con riferimento ad *Abu Dhabi Investment Authority* si è considerato il valore medio per *cash* e *fixed income*, e un sovrappeso della componente azionaria e degli *alternatives*, coerentemente con la politica del fondo, data l'assenza di valore puntuali nel sito internet.

Dall'analisi svolta si possono effettuare alcune interessanti considerazioni di sintesi: i fondi di stabilizzazione adottano un'*asset allocation* prudente, coerentemente con il loro obiettivo istituzionale di neutralizzare il bilancio statale dall'eccessiva volatilità dei prezzi di una materia prima. Infatti, dato che i fondi di stabilizzazione sono per definizione di tipo *commodity* necessitano di disporre di attività prontamente liquidabili in modo tale da poter far fronte ad eventuali cali repentini delle entrate statali derivanti da una diminuzione dei prezzi della materia prima sottostante. Tali fondi, peraltro, non mostrano differenze nell'*asset allocation* strategica nel corso degli anni, dato che nel 2007, nel 2009 e nel 2010 gli investimenti sono effettuati prevalentemente in *cash* e *fixed income*, coerentemente con l'orizzonte temporale perseguito di breve periodo. Il portafoglio di *Timor-Leste Petroleum Fund* e di *Russian Reserve Fund*-ora parte dell'*Oil & Gas Fund*- nel 2007 era composto esclusivamente da *bonds* e la loro composizione è rimasta pressoché inalterata nel corso degli anni (solo il fondo di *Timor-Leste* ha inserito un 4% di *equity*).

L'unica eccezione è rappresentata dall'*Heritage & Stabilization Fund* di *Trinidad & Tobago* che, mentre nel 2007 aveva un portafoglio composto esclusivamente da *cash*, nel 2009 ha allocato il

29% del portafoglio in investimenti in *equity* e il 49% in *fixed income*, mantenendo inalterata la composizione nel 2010.

In particolare merita un approfondimento il caso del fondo sovrano russo, le cui scelte di portafoglio sono volte al contenimento del rischio e all'acquisizione di attività prontamente liquidabili³⁴³, coerentemente con l'orizzonte temporale di breve periodo adottato e con l'elevata volatilità dei prezzi delle materie prime da cui provengono le risorse finanziarie del fondo, ovvero petrolio e gas naturale.

Il governo russo definisce l'*asset allocation* strategica del fondo, determinando da un lato le attività eleggibili all'interno del portafoglio e attribuendo dall'altro un limite massimo e minimo in termini di peso ad ogni strumento finanziario³⁴⁴: ad esempio le obbligazioni emesse da governi esteri possono pesare dal 50% al 100% dell'intero portafoglio, a condizione che abbiano un *credit rating* a lungo termine di almeno AA-, attribuito da *Standard & Poor's* e *Fitch* o di Aa3 secondo i criteri di *Moody's*, che siano prive di clausole di tipo *callable* o di *put option*, e che facciano parte di un'emissione di rilevante ammontare da parte dello stato estero (minimo \$1 miliardo nel caso degli USA); le obbligazioni emesse da Agenzie Statali e Banche Centrali possono pesare dallo 0% al 30%³⁴⁵, mentre le obbligazioni emesse da Istituzioni Sovranazionali possono pesare dallo 0% al 15%³⁴⁶.

Il Ministro delle Finanze, all'interno delle linee guida proposte dal governo russo, ha stabilito che l'*asset allocation* strategica del fondo sia composta esclusivamente (100% del portafoglio) da titoli di Stato emessi da Paesi appartenenti all'area euro, oppure da emissioni sovrane inglesi o statunitensi con le seguenti caratteristiche:

1. l'emittente deve essere considerato di rating AAA/Aaa da almeno due delle tre agenzie di rating (*Moody's*, *Standard & Poor's* e *Fitch*);
2. la *duration* deve esser compresa tra 3 mesi e 3 anni per i titoli di stato dell'area euro e dollaro; tra 3 mesi e 5 anni per i titoli di stato denominati in sterline.

L'*asset allocation* strategica del fondo sovrano russo rispecchia le caratteristiche di un portafoglio ottimale di un fondo di stabilizzazione, in cui prevale l'orizzonte temporale di breve periodo, con il

³⁴³ E' opportuno ricordare che *Russian Reserve Fund* costituisce la componente di stabilizzazione del *The Oil & Gas Fund* della Federazione Russa, costituito nel 2004 come una parte del budget federale con l'obiettivo di mantenere stabili le entrate monetarie anche nei periodi in cui il prezzo del petrolio cala al di sotto di soglie ben definite; l'altra componente, *The National Prosperity Fund*, rientra nella categoria dei fondi di risparmio.

³⁴⁴ Cfr *Investment Guidelines, Strategic asset allocation established by the Ministry of Finance*, <http://www1.minfin.ru/en>.

³⁴⁵ Tra le agenzie governative in cui il fondo sovrano può investire troviamo *Bank Nederlandse Gerneenten* (Olanda), *Fannie Mae* e *Freddie Mac* (USA), *Landwirtschaftliche Rentenbank* (Germania).

³⁴⁶ Le entità sovranazionali di cui il fondo può acquistare emissioni obbligazionarie sono puntualmente definite da un elenco: tra queste troviamo *European Investment Bank*, *Asian Development Bank*, *International Monetary Fund*, *Nordic Investment Bank*.

conseguente sovrappeso di attività liquide, prontamente smobilizzabili senza affrontare eccessivi oneri di transazione e dotate di elevato *credit rating*³⁴⁷.

I fondi di risparmio adottano un'*asset allocation* strategica particolarmente aggressiva, coerentemente con il loro obiettivo di trasferimento della ricchezza in ottica intergenerazionale e il loro orizzonte temporale perseguito di medio-lungo periodo: se si osserva la loro *asset allocation* a dicembre 2007, si nota un peso preponderante della componente *equity*- che incide per circa il 50% del valore dell'intero portafoglio su ciascun fondo-, ma anche una quota rilevante di *alternative assets* (superiore al 20% per l'*Alberta's Heritage Fund* e per l'*Alaska Permanent Fund*). Nel 2010 la percentuale di *equity* detenuta rispetto al totale dell'*asset under management* supera il 50% per *Abu Dhabi Investment Authority* e *Alberta's Heritage Fund*, fino a raggiungere il 60% nel *Government Pension Fund-Global*. L'unico fondo sovrano che ha una percentuale di titoli azionari inferiore al 50% (il 38%) è l'*Alaska Permanent Fund*, il quale però investe in modo consistente nelle *asset class* alternative, in particolare nel *real estate*, per circa il 37% del totale del portafoglio. Pertanto, rispetto alla composizione del portafoglio prima della crisi finanziaria, nel 2009 e nel 2010 nel complesso i fondi di risparmio mostrano un minor peso della componente obbligazionaria, sostituita da un incremento della percentuale investita in *alternatives*. Pertanto sembra che il *trend* di crescita del peso di attività rischiose all'interno del portafoglio dei *saving funds* non sia stato influenzato da elementi congiunturali quali la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*, crisi che ha originato opportunità di acquisto a prezzi ridotti. Bensì il graduale incremento delle *asset class* a maggior grado di rischio potrebbe esser ricondotto all'intento di sfruttare alcune caratteristiche di tali attività, tra cui si può citare la possibilità di conseguire *extra-rendimenti* connessi al mantenimento delle stesse in portafoglio per lunghi orizzonti temporali, e quindi in ultima analisi all'*equity risk premium* e all'*illiquidity premium*.

L'analisi dei *Sovereign Pension Reserve Funds* può essere condotta suddividendoli in due categorie: il *Chile Pension Reserve Fund* e il comparto con orizzonte temporale a più lungo termine dell'*Oil&Gas Fund* hanno mantenuto un portafoglio conservativo durante tutto l'arco temporale considerato, composto prevalentemente da titoli obbligazionari e liquidità, probabilmente grazie alla loro natura di fondi *commodity*. L'*Australian Future Fund*, il *National Pension Reserve Fund Ireland*, e il *New Zealand Superannuation Fund* presentano nel 2010 un'*asset allocation* strategica aggressiva; tra questi spicca da un lato l'80% del portafoglio investito in *equity* da parte del *New Zealand Superannuation Fund*, dall'altro l'82% di *equity* e *alternatives* riscontrato nel *National*

³⁴⁷ Vi è peraltro da sottolineare come, data la suddivisione del *The Oil & Gas Fund* in una componente di stabilizzazione e in una componente di risparmio, l'*asset allocation* strategica nel fondo di risparmio potrebbe includere una componente azionaria in modo tale da sfruttare l'*equity risk premium*; in assenza della componente azionaria il portafoglio complessivo del fondo russo potrebbe essere giudicato eccessivamente prudente alla luce degli elementi considerati nella trattazione.

Pension Reserve Fund Ireland. In termini di evoluzione di portafoglio rispetto al 2007, si può notare anche per questi fondi sovrani una tendenza ad aumentare o comunque mantenere invariata la quota di attività a maggior grado di rischio/rendimento rispetto al totale dell'*asset under management*. Ad esempio il *National Pension Reserve Fund Ireland* ha incrementato la quota di *alternatives*, a discapito della componente azionaria - fino a raggiungere un 33% del totale del portafoglio nel 2010 - mentre il *New Zealand Superannuation Fund* ha incrementato la componente *equity* eliminando gli *alternatives* dal portafoglio. L'*Australian Future Fund* dal 2007 al 2010 ha progressivamente ridotto la liquidità e i titoli obbligazionari per incrementare la quota detenuta in *asset classes* alternative.

Le *Reserve Investment Corporations* nel 2010 presentano un'*asset allocation* strategica aggressiva coerentemente con il loro obiettivo di ottenere elevati rendimenti attraverso la gestione delle riserve in valuta in eccesso rispetto a quelle necessarie al fine di conseguire gli obiettivi di politica monetaria da parte delle Banche Centrali: così ad esempio la somma delle componenti *cash* e *fixed income* in *Government of Investment Corporation* è pari al 24% del totale del portafoglio, mentre in *Temasek* è presente solo un 4% di liquidità, a fronte di un 75% investito in *equity* e un 21% in *alternatives*. Il *Korea Investment Corporation*, nel 2007 presentava un'*asset allocation* piuttosto conservativa, con un peso del *fixed income* di circa il 30%; nel 2009 ha diminuito l'incidenza del *fixed income* dal 70% al 50%, introducendo una piccola componente di *alternatives* (5%) e aumentando la componente azionaria (al 45%), per poi mantenere inalterata tale composizione di portafoglio anche nel 2010. Similmente il *China Investment Corporation* tra il 2009 e il 2010 ha diminuito la componente *cash* dal 32% al 4%, aumentando l'*equity* dal 36% al 48% e gli *alternatives* dal 6% al 21%.

Complessivamente si può notare come già prima della manifestazione della crisi finanziaria originata dai mutui *subprime* (dicembre 2007), l'orizzonte temporale di riferimento sia stato effettivamente un elemento importante per la costruzione del portafoglio in particolare per i fondi di stabilizzazione e i fondi di risparmio: questi ultimi in particolare sembrano effettivamente avere maggiore tolleranza al rischio, a differenza di alcuni *Pension Reserve Fund*, in cui l'*asset allocation* sembra maggiormente prudente.

In epoca successiva rispetto alla crisi (dicembre 2009) si è registrata da un lato una diminuzione del peso della componente *cash* rispetto al totale del portafoglio in tutte le categorie dei SWFs esaminate, attribuibile sia all'utilizzo risorse liquide per incrementare le entrate statali successivamente al crollo del prezzo delle materie prime (*State Oil Fund* di Azerbaijan e *Economic*

and Social Stabilization Fund cileno)³⁴⁸, ma principalmente correlata ad un aumento del peso delle *asset class* a maggior grado di rischio/rendimento³⁴⁹, coerentemente con quanto dimostrato da Kunzel et. al. (2011)³⁵⁰. Tale processo si è mantenuto costante - se non incrementato - anche nel 2010.

La modifica dell'*asset allocation* strategica dal 2007 al 2009 potrebbe esser stata causata anche dal forte recupero dei mercati finanziari, il che consentirebbe di definire i fondi sovrani come abili *stock picker*, in particolare se, agendo in ottica *contrarian*, avessero acquistato attività finanziarie a prezzi ridotti per sfruttare un *extra-rendimento* nel medio-lungo termine. Ma, dato che tale processo è proseguito anche in un periodo caratterizzato da una relativa stabilità dei mercati finanziari, sembra che si stia assistendo ad una modifica strutturale dell'*asset allocation* strategica, maggiormente coerente con i macro-obiettivi istituzionali perseguiti e l'orizzonte temporale di riferimento, come sottolineato dal *China Investment Corporation*³⁵¹. Sembra che tale tendenza non sia influenzata da elementi di carattere congiunturale, ma sia dovuta ad un certo "effetto apprendimento" dimostrato dai SWFs nella costruzione di un portafoglio ottimale.

Questa tendenza verso la costruzione di portafogli maggiormente coerenti rispetto all'orizzonte temporale perseguito, in modo tale da sfruttare i premi al rischio connessi alla detenzione di attività rischiose, consente di assimilare l'operatività dei fondi sovrani a quella di altri investitori istituzionali che adottano i medesimi principi di costruzione di portafoglio, come assunto dall'ipotesi di partenza.

³⁴⁸ E' utile ricordare che il fondo cileno viene alimentato dai proventi derivanti dalla vendita del rame e, coerentemente con gli obiettivi perseguiti, in caso di caduta dei prezzi, viene drenata liquidità dal fondo per stabilizzare le entrate statali.

³⁴⁹ La diminuzione della componente liquida di *Heritage and Stabilization Fund* di *Trinidad & Tobago* e dell'*Australian Future Fund* sono legate ad una modifica strutturale della composizione di portafoglio, con l'introduzione di *asset classes* rischiose.

³⁵⁰ Cfr KUNZEL P., LU Y., PETROVA I., PIHLMAN J., *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds- A Shifting Paradigm*, 2011, cit., pp 1-16.

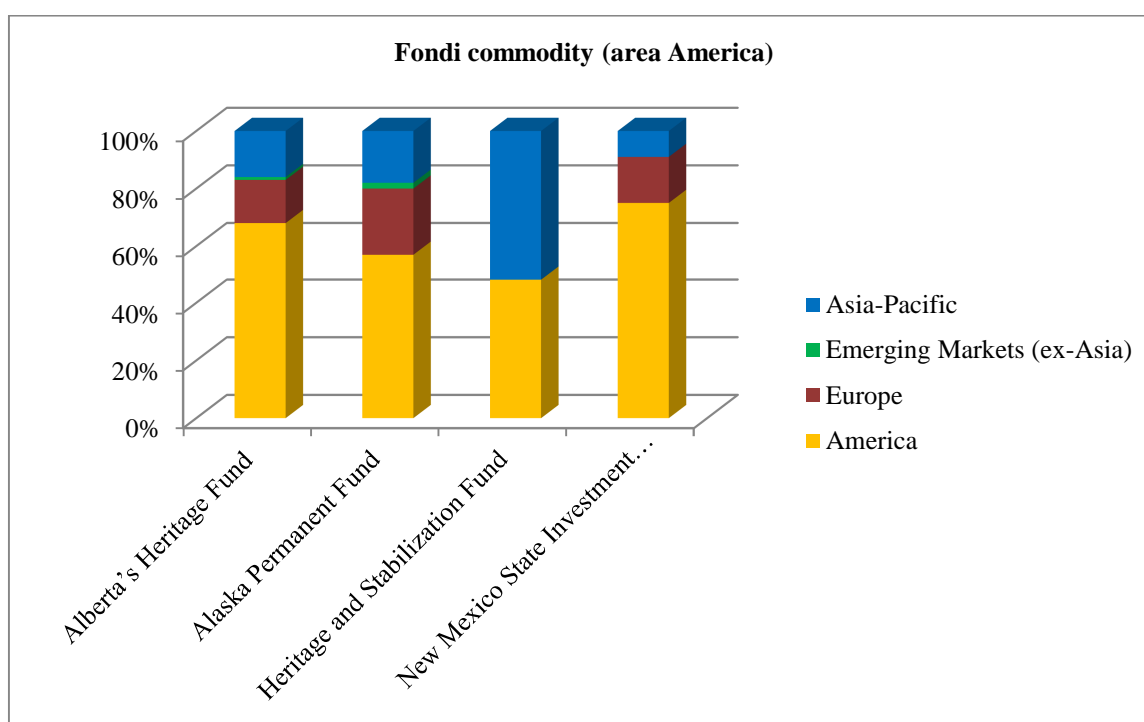
³⁵¹ Come si evince dal CIC ANNUAL REPORT 2010, p 29: "During 2010, CIC reduced the shares of its cash holdings significantly and increased investments in long-terms assets...Guided by its asset allocation plan and to appropriately balance its portfolio as a long-term investor, CIC increasingly channeled its investment into private equity, real estate, infrastructure and direct concentrated investment". Cfr CHINA INVESTMENT CORPORATION ANNUAL REPORT 2010, disponibile sul sito <http://www.china-inv.cn>

2.2.5.4 L'asset allocation geografica dei fondi sovrani

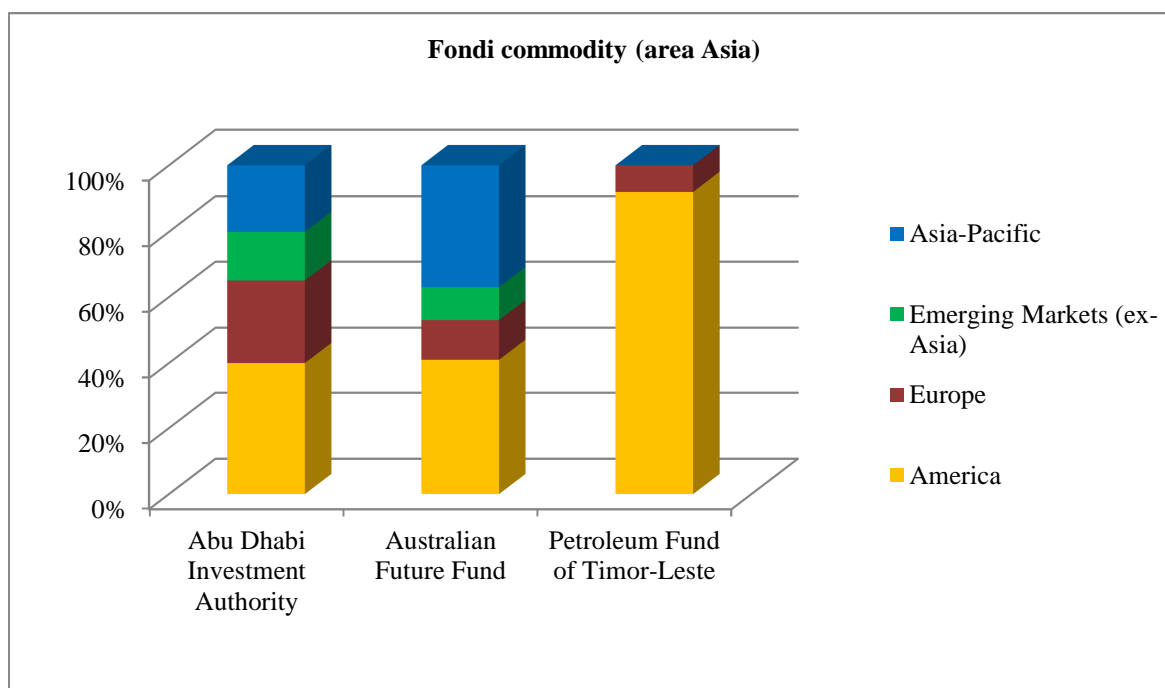
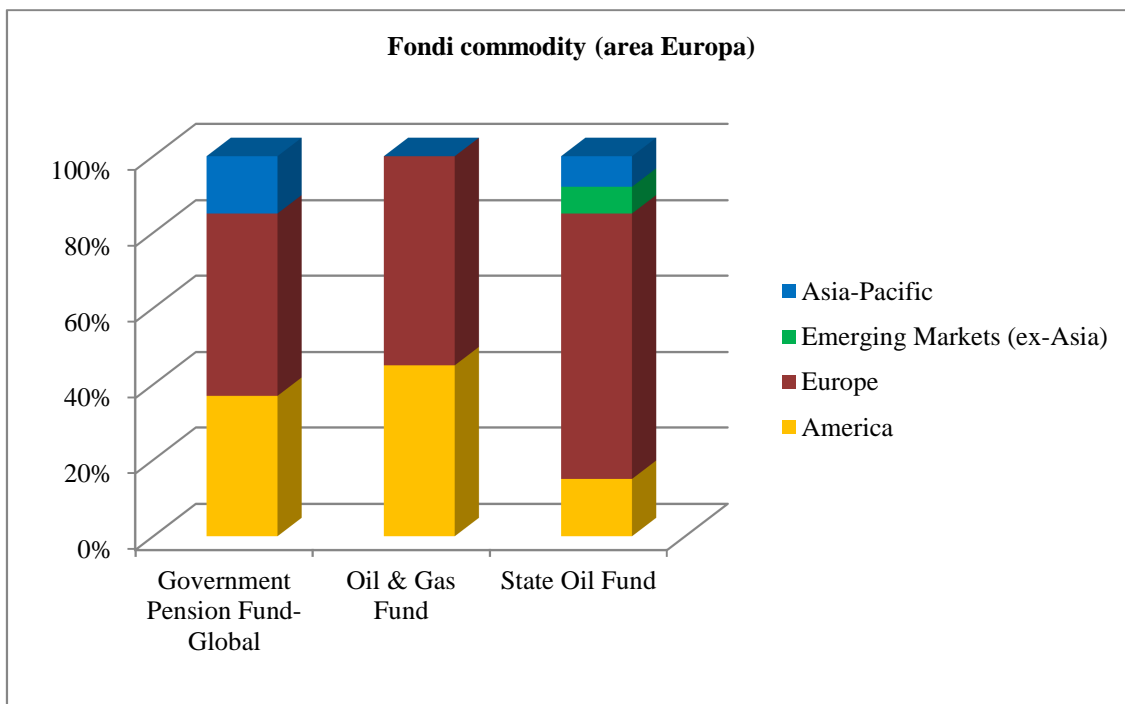
Un ulteriore passo nell'analisi delle scelte di portafoglio dei fondi sovrani è l'analisi dell'*asset allocation* geografica, la quale consente di effettuare alcune considerazioni in merito ad eventuali distorsioni, quali la preferenza per attività finanziarie domestiche (*home bias*), ma anche ai settori privilegiati, dato il sovrappeso di alcuni settori in determinate aree geografiche³⁵². Il grafico 13 rappresenta l'*asset allocation* geografica dei fondi sovrani che rendono disponibile tale informazione (unicamente per ciò che riguarda l'anno 2010, data l'assenza di adeguate informazioni riguardanti i periodi precedenti), suddividendo tali veicoli di investimento per area geografica di origine e per modalità di *funding*.

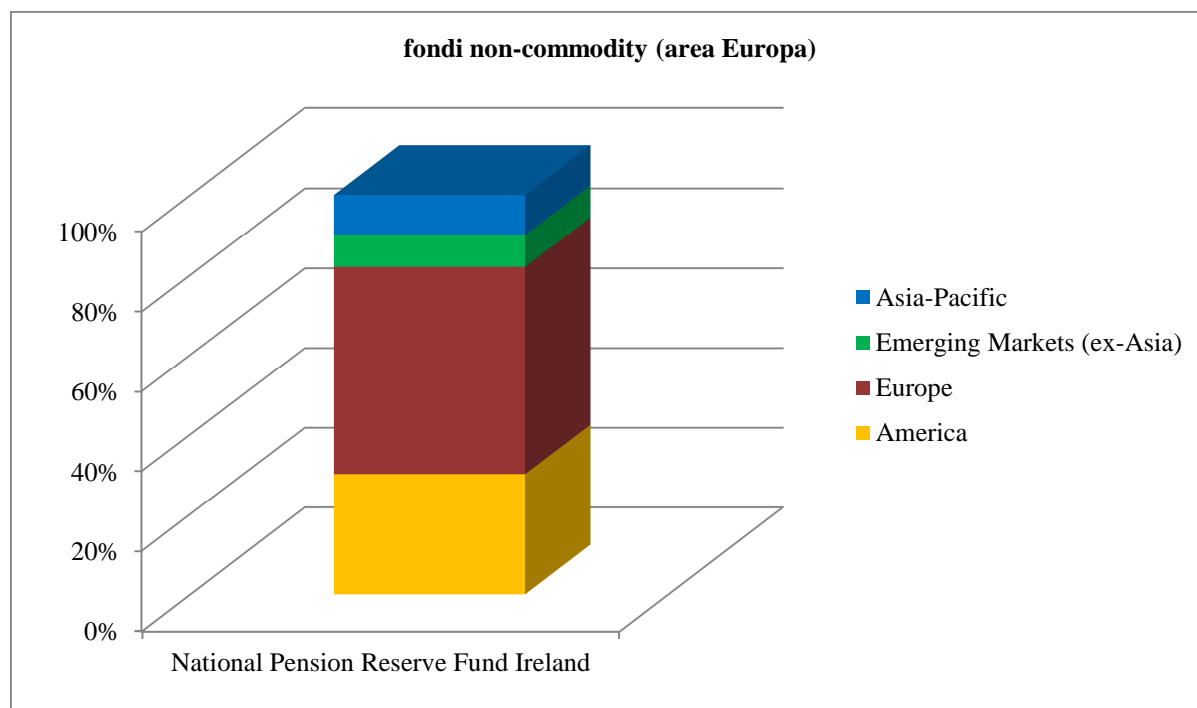
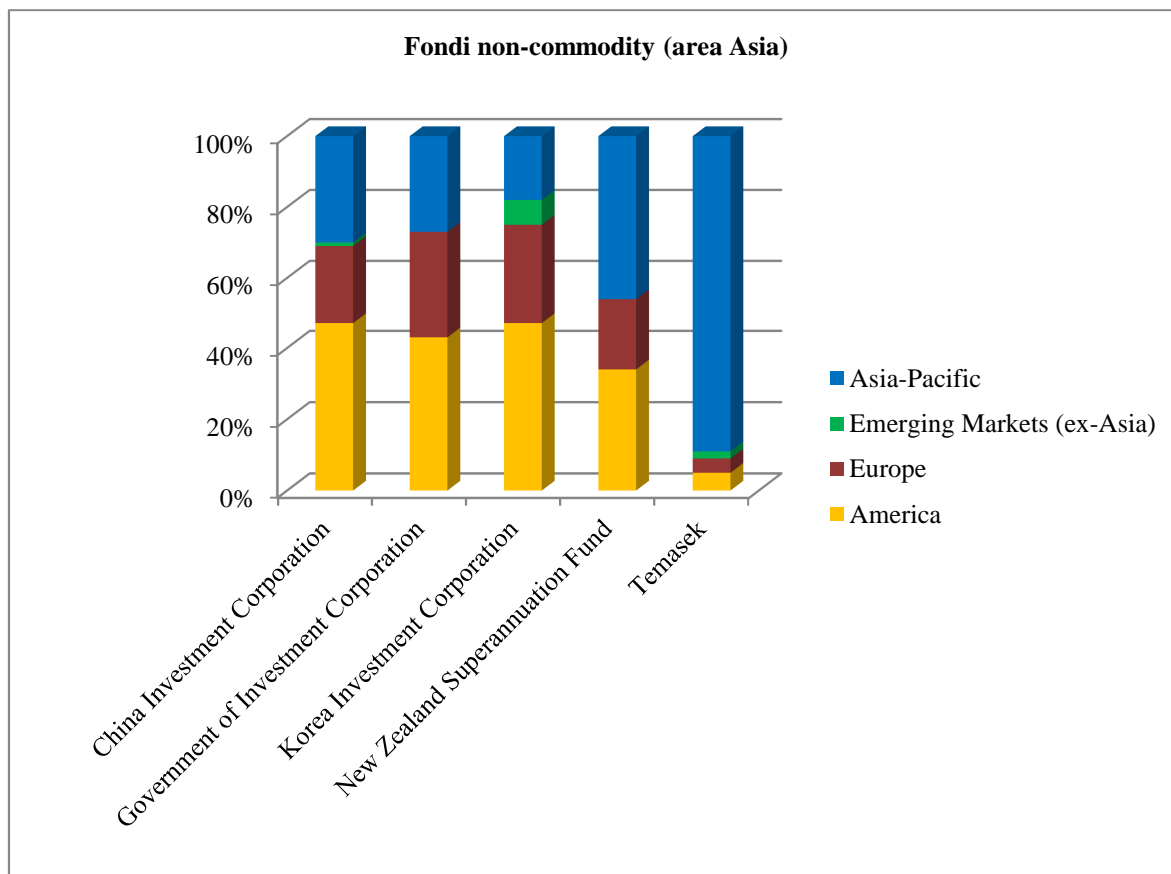
Grafico 13

Asset allocation geografica dei SWFs (dicembre 2010)



³⁵² Si è visto in precedenza come i fondi *commodity* ad esempio, in ottica di *asset & liability management*, dovrebbero limitare l'esposizione nel Regno Unito, in cui vi è un sovrappeso dei titoli appartenenti al settore petrolifero rispetto alla capitalizzazione complessiva dell'indice di riferimento (*FTSE Index*), e preferire l'area giapponese o l'area Euro in cui l'incidenza di tali imprese rispetto alla capitalizzazione di mercato è di molto inferiore.





Fonte: rielaborazione da siti internet e *Annual Report* singoli fondi; con riferimento ad *Abu Dhabi Investment Authority* si è considerato il valore medio tra il *range* reso noto nel sito internet; per l'*Oil & Fund*, data la composizione obbligazionaria del portafoglio, si sono considerate le valute di emissione; per i fondi sovrani che hanno esposizioni azionarie e obbligazionarie, il grafico evidenzia l'*asset allocation* geografica delle esposizioni in *equity*.

I grafici sopra riportati evidenziano una preferenza da parte dei fondi sovrani per l'investimento in attività finanziarie provenienti dalla medesima area in cui ha sede il SWF: i fondi *commodity* dell'area americana investono prevalentemente in titoli azionari emessi da imprese che hanno sede in America; il medesimo comportamento si verifica per i fondi *commodity* e *non commodity* dell'area Europa e Asia, i quali investono una quota rilevante di risorse finanziarie nelle rispettive aree geografiche.

A tal riguardo si segnalano i casi del *New Mexico State Investment Council*, in cui il peso dell'area americana rispetto al totale del portafoglio è pari al 75%, mentre negli altri tre fondi *commodity* è compreso tra il 48% ed il 68%. In *Temasek* il peso delle partecipazioni assunte nell'area Asia-Pacifico raggiunge addirittura l'89%, rispetto ad esempio al 30% del *China Investment Corporation*. Il *Government Pension Fund-Global* e il *National Pension Reserve Fund-Ireland* sovrappesano l'area Europa, rispettivamente per un 48% e per un 52% del totale del portafoglio.

Vi sono alcune eccezioni, tra cui è opportuno segnalare il *Korea Investment Corporation*, che privilegia l'area americana (circa il 50%), mentre effettua limitati investimenti in ottica “home” nell'area Asia-Pacifico³⁵³.

Per analizzare se effettivamente esiste un *home bias* da parte dei fondi sovrani, si può adottare la prospettiva di Solnik (1974)³⁵⁴, il quale, servendosi del quadro teorico di riferimento fornito dal *Capital Asset Pricing Model* (CAPM), ha ipotizzato che un'accurata diversificazione internazionale si possa conseguire investendo una quota del portafoglio in singoli Paesi in relazione al peso di ognuno di essi rispetto alla capitalizzazione globale.

Pertanto il peso delle singole aree geografiche nel portafoglio dei fondi sovrani, può essere confrontato ad esempio con il peso delle medesime aree in un indice azionario globale quale l'*MSCI World*³⁵⁵: nel caso in cui ad esempio il peso degli investimenti effettuati in area americana da un SWF che appartiene ad un Paese della medesima area, sia maggiore del peso della medesima area nell'indice azionario globale, si avrebbe un *home bias*.

Nell'*MSCI World* i pesi delle differenti aree geografiche rispetto al totale dell'indice sono i seguenti³⁵⁶: l'area America pesa circa il 49%, l'Europa (compreso il Regno Unito) il 30% circa, il Giappone l'8% circa, i residui Paesi pesano per un 15%.

³⁵³ Anche il portafoglio obbligazionario di *Petroleum Fund of Timor Lest* è formato principalmente da titoli americani.

³⁵⁴ Cfr SOLNIK B., “An equilibrium model for the international capital market”, cit, 1974, pp 500-524.

³⁵⁵ La scelta dell'indice MSCI World è effettuata in relazione al suo elevato utilizzo come *benchmark* per i fondi comuni di investimento di tipo azionario globale; tale indice “capture large, mid and small cap exposure across 24 Developed and 21 Emerging Markets countries. With over 9000 securities, the index is comprehensive, covering approximately 98% of the global equity investment opportunities”. Cfr <http://www.msci.com>.

³⁵⁶ Per giungere alla determinazione del peso delle diverse aree geografiche vengono sommati i pesi dei differenti Paesi che compongono l'indice appartenenti ad una certa area. I valori si riferiscono al marzo 2011.

Considerando questi pesi, appare evidente l'*home bias* dei fondi sovrani: i fondi dell'area americana sovrappesano la medesima area, con l'unica eccezione dell'*Heritage and Stabilization Fund*, i cui investimenti in America pesano per il 48% del totale del portafoglio. I fondi dell'area Europa ugualmente sovrappesano l'area Europa: a fronte di un peso della medesima area del 30% rispetto al totale dell'*MSCI World*, il *Government Pension Fund-Global*, detiene il 48% del portafoglio investito in azioni europee, il *National Pension Reserve Fund* il 52%.

Similmente i fondi sovrani dell'area asiatica detengono quote di molto superiori al 10% investite nella medesima area³⁵⁷: oltre al già citato caso di *Temasek*, il *Government of Investment Corporation* e il *China Investment Corporation* investono nell'area asiatica quote rispettivamente pari al 27% e al 30% del totale del portafoglio, il *New Zealand Superannuation Fund* arriva al 46% e l'*Australian Future Fund* al 36%.

E' interessante notare come *Abu Dhabi Investment Authority* investa circa il 15% del portafoglio nei mercati emergenti (ad esclusione dell'Asia), tra cui sono presenti anche gli Emirati Arabi Uniti in cui ha sede il medesimo fondo; è peraltro la quota più alta tra i fondi oggetto di analisi.

Pertanto, coerentemente con le analisi di Balding (2008)³⁵⁸, Chhaochharia e Laeven (2008)³⁵⁹ e Avendaño e Santiso (2009)³⁶⁰, sembra che i fondi sovrani, in modo simile agli altri investitori istituzionali, presentino uno spiccato *home bias*.

2.2.5.5 Il comportamento dei SWFs durante la crisi finanziaria

Dopo aver analizzato i *trend* di medio periodo nell'*asset allocation* dei fondi sovrani, è opportuno considerare l'eventuale influenza che la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime* ha avuto nelle scelte di portafoglio effettuate dai veicoli governativi. Infatti, se dall'analisi svolta nel paragrafo precedente, sembra che i SWFs tendano alla costruzione di un portafoglio efficiente, coerentemente con gli obiettivi istituzionali perseguiti, e mirino alla massimizzazione del binomio rischio/rendimento, dall'altro lato è interessante sottoporre a verifica l'ipotesi che la crisi finanziaria, la quale ha avuto origine a metà 2007, abbia modificato nel breve-brevissimo periodo alcune strategie di investimento di tali fondi, facendoli temporaneamente deviare dalla costruzione di un portafoglio ottimale, soprattutto in comparazione con quanto si è verificato nei fondi comuni

³⁵⁷ All'8% attribuibile al Giappone è stato aggiunto un 2% frutto del peso marginale di alcuni Paesi come Cina, Singapore, Taiwan.

³⁵⁸ Cfr BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Fund*, 2008, cit, pp 1-64.

³⁵⁹ Cfr CHHAOCHHARIA V., LAEVEN L.A., *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, 2009, cit, pp 1-52.

³⁶⁰ Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, cit, pp 1-50.

di investimento. Tale analisi consente peraltro di vedere se sono presenti anche motivazioni di carattere politico nella gestione del portafoglio dei SWFs, o, in alternativa, se agiscono unicamente perseguendo la massimizzazione del binomio rischio/rendimento.

Al fine di condurre l'indagine, è opportuno partire dall'analisi delle operazioni effettuate dai fondi sovrani prima dell'inizio della crisi finanziaria, in modo tale da cercare di identificarne un eventuale *trend* storico.

Monitor Group e la fondazione Enrico Mattei nel 2008³⁶¹ hanno diffuso un interessante report, in cui sono stati analizzati gli investimenti pubblici di 17 fondi sovrani a partire dal 1981 fino a dicembre 2008³⁶².

Se si restringe l'arco temporale al periodo 2000-2006, si può notare come i fondi sovrani abbiano compiuto una media di 86 transazioni all'anno (135 nell'anno 2006) per un controvalore medio annuo pari a \$18 miliardi (\$50 miliardi nel 2006). Tali transazioni possono essere suddivise in ottica geografica e settoriale:

1. In ottica geografica è interessante distinguere tra transazioni *in primis* domestiche ed estere: tra il 2000 e il 2006 in media il 33% delle operazioni sono state domestiche, a fronte di un 67% di operazioni estere. Ma è anche importante distinguere tra le transazioni che hanno avuto come *target* Paesi appartenenti all'OECD rispetto a quelle che hanno avuto come *target* Paesi emergenti; alla prima categoria appartengono in media, in termini di controvalore, il 31% delle transazioni, il restante 69% sono state dirette verso i Paesi emergenti.
2. In relazione ai principali settori *target*, ne possiamo identificare quattro: i settori energetico, industriale, finanziario e immobiliare. Nel medesimo periodo oggetto di analisi, in media ogni anno, il 17% delle transazioni hanno avuto come *target* il settore finanziario, il 15% il settore *real estate*, il 19% il settore industriale, l'8% il settore energetico e il rimanente 41% è suddiviso tra gli altri settori³⁶³.

Partendo da questa situazione di base, è utile esaminare le transazioni effettuate dai fondi sovrani nel periodo 2007-2008, in particolare a partire dalla seconda metà del 2007, periodo in cui ha avuto origine la crisi dei mutui *subprime*.

³⁶¹ Cfr MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, cit, pp 1-94.

³⁶² Cfr MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, p 3: "The Monitor-FEEM SWF Transaction Database contains 1.158 deals completed by 17 funds in 11 countries for the period between January 1, 1981 and December 31, 2008".

³⁶³ Rielaborazione di dati presenti in MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, cit, pp 12-17.

Il numero di transazioni effettuate dai SWFs nel 2007 è stato di 161, ovvero il doppio rispetto alla media registrata nel periodo 2000-2006 e 26 in più rispetto al 2006; ma il controvalore delle stesse è pari a \$102 miliardi, ovvero il doppio rispetto al 2006 e circa il 400% in più rispetto alla media dei sei anni precedenti. Nel 2008 invece il numero di transazioni è salito a 175, per un controvalore pari a \$128 miliardi. Tale incremento del numero di transazioni può essere esaminato, come effettuato in precedenza, in relazione all'area geografica e al settore di riferimento.

Per ciò che riguarda il primo punto, nel 2007, l'83% delle transazioni è stato effettuato in territorio estero- a fronte di un 17% in territorio domestico-, percentuale che si è ridotta al 74% nel 2008. Dall'altro lato, in termini di controvalore monetario, nel il 59% delle transazioni ha avuto come *target* i Paesi OECD, mentre il 41% i Paesi emergenti, nel 2008 il 68% delle transazioni è stato effettuato nei Paesi OECD.

Dal lato settoriale si può notare un forte interesse verso il settore finanziario, in cui nel 2007 e 2008 sono state destinate rispettivamente il 27% e 28% delle transazioni, seguito dal settore immobiliare (21% di transazioni nel 2007 e 22% nel 2008), mentre vi è stato un calo di interesse nei confronti del settore industriale, a cui è stato indirizzato solo il 9% delle transazioni in entrambi gli anni.

Da questi dati si possono trarre tre ordini di considerazioni:

1. Negli anni 2007 e 2008 vi è stato un fortissimo incremento del numero di transazioni e del loro controvalore monetario. Tale incremento si è verificato in particolare a partire dagli ultimi due trimestri del 2007, periodo in cui sono affluite risorse dai fondi sovrani verso i Paesi occidentali per un controvalore pari a \$41,3 miliardi (a fronte di \$ 18,4 miliardi nei primi sei mesi); ma il *trend* è proseguito anche nel 2008, dato che sono affluite risorse nei Paesi Occidentale per un controvalore pari a \$87,2 miliardi, in particolare nel primo trimestre (Q1 2008).
2. Dal punto di vista geografico, vi è stato un sensibile aumento delle transazioni estere effettuate dai fondi sovrani nel 2007, principalmente dirette verso i Paesi OECD; tale tendenza è aumentata nel 2008, fino a raggiungere il 68% del totale delle operazioni.
3. Con riferimento al lato settoriale vi è stato un forte interesse verso il settore finanziario a partire dalla seconda metà del 2007.

Pertanto si può notare come a partire dalla seconda metà del 2007 le strategie di investimento dei fondi sovrani sembra siano state influenzate - almeno nel breve periodo - dalla crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*; in particolare possono essere identificati due sottoperiodi in cui i SWFs hanno modificato la loro operatività, probabilmente deviando rispetto alla ricerca della massimizzazione del binomio rischio/rendimento:

- Tra la seconda metà del 2007 e il primo trimestre 2008 gli investimenti dei fondi sovrani sono stati rivolti a ricapitalizzare le maggiori istituzioni finanziarie duramente colpite dalla crisi finanziaria³⁶⁴; i fondi sovrani, congiuntamente ai governi dei singoli Paesi, sono stati gli unici investitori istituzionali a fornire liquidità agli intermediari finanziari dell'area OECD e a partecipare ai piani di ricapitalizzazione proposti dalle singole banche. Probabilmente erano gli unici investitori ad avere un elevato ammontare di risorse finanziarie da poter investire nei mercati internazionali tra fine 2007 e inizi 2008.
- Negli ultimi tre trimestri del 2008, gli investimenti dei SWFs sono stati effettuati principalmente in ottica domestica, cercando di fornire liquidità ai sistemi finanziari dei rispettivi Paesi in cui hanno sede i veicoli di investimento governativi.

Partendo dall'analisi del primo punto, si può notare come i fondi sovrani abbiano partecipato in maniera consistente alla ricapitalizzazione del settore bancario europeo e americano, duramente colpito dalla crisi finanziaria³⁶⁵, in modo complementare rispetto ai piani di ricapitalizzazione governativa³⁶⁶. A partire da novembre 2007 e per tutto il primo trimestre 2008 i SWFs hanno acquisito partecipazioni in banche europee ed americane per un controvalore pari a \$57,9 miliardi³⁶⁷, giungendo a detenere quote importanti, ancor'che di minoranza, del capitale sociale, come mostrato dalla tabella 9.

³⁶⁴ Cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, 2009, p 37: "Prior to the final quarter, in 2007, Middle Eastern funds had only made three public investments in the U.S. financial services sector, all of which had been small stakes, and no reported value".

³⁶⁵ Si ricorda che le banche americane ed europee, a partire dalla seconda metà del 2007, hanno subito un consistente crollo dei prezzi dei loro titoli azionari, che ha comportato da un lato un dimezzamento della capitalizzazione di mercato, dall'altro problemi di adeguatezza patrimoniale (soprattutto in termini di *Tier 1 capital ratio* sceso al di sotto del 6%). Tutto ciò era associato ad un calo dei ricavi, a problemi di liquidità e ad un incremento degli *spread* dei *credit default swap*. Per maggiori approfondimenti sulle cause e sull'andamento della crisi finanziaria originata dai mutui *subprime* si rinvia a: CAMBA R., "La crisi finanziaria: cause micro, macro e 'istituzionali'", *Banche e Banchieri*, 2009, n 6, pp e 2010 n 1; COLOMBINI F., "Crisi finanziaria. Origini, riflessi e prospettive", *Rivista Bancaria*, 2009, n 1-2, pp 27-38.

³⁶⁶ Gli interventi dei governi durante la crisi finanziaria a favore del sistema bancario europeo ed americano sono stati differenti a seconda dell'area geografica e degli strumenti finanziari utilizzati. Per ciò che riguarda il primo punto, negli USA è utile ricordare l'*US Capital Purchase Program* annunciato a ottobre 2008 come parte del più ampio *Troubled Assets Relief Program*, che prevedeva acquisizioni di *preferred stocks* e *warrants* emessi da istituzioni finanziarie americane per un controvalore pari a \$250 miliardi. In Europa gli interventi sono stati compiuti da singoli Paesi: tra questi è doveroso segnalare il piano di salvataggio proposto dal governo tedesco di €80 miliardi di acquisizioni di *quasi-equity stakes* o di *silent participation* nel settore bancario attraverso il *Financial Markets Stabilisation Funds*; ma anche il piano proposto dal governo francese, il quale prevedeva la sottoscrizione di *Tier 1 subordinated securities* per un controvalore pari a €10,5 miliardi. Per ciò che riguarda gli strumenti finanziari utilizzati, si può notare come non siano previste solo sottoscrizioni di azioni ordinarie, ma anche azioni privilegiate, obbligazioni subordinate e convertibili, congiuntamente a *swap* di *assets* illiquidi con *assets* liquidi, e forme di garanzia di depositi e obbligazioni bancarie. Per maggiori approfondimenti si rinvia a BOTTIGLIA R., PALTRINIERI A., *Financial Crisis and Ownership of Global Banks*, in (a cura di) BOTTIGLIA R., GUALANDRI E., MAZZOCCO G. N., *Consolidation in the European Financial Industry*, Palgrave MacMillan, 2010, pp 106-110.

³⁶⁷ L'ammontare complessivo dell'intervento dei fondi sovrani nella ricapitalizzazione del sistema bancario occidentale è difficilmente quantificabile, data la scarsa trasparenza di tali fondi e l'acquisizione di tali partecipazioni sotto forma di negoziazione privata; altro elemento che rende difficile tale stima è la varietà di strumenti finanziari attraverso cui gli interventi dei fondi sovrani hanno avuto luogo (azioni ordinarie, azioni privilegiate, obbligazioni convertibili, azioni

Tabella 9

Ammontare di partecipazioni di fondi sovrani e imprese statali nelle principali banche europee e americane (a dicembre 2008)

<i>Banks</i> SWFs	Fortis	Deutsche Bank	Unicredit	UBS	Credit Suisse	Barclays	HSBC	Standard Charter ed.	Citigroup	Morgan Stanley	Merrill Lynch	Wachovia
Abu Dhabi Inv. Authority						16.30 %			4.90%			
Dubai Int. Financial		2.20 %					3.00%					
China Development Bank						3.10%						
China Inv. Corporation										9.90%		
Ping an insurance	4.99 %											
Korea Inv. Corporation											7.40%	
Kuwait Inv. Authority							0.12%		6.00%		4.80%	
Lybian Inv. Authority			4.90%									
Government Pension Fund-Global												2.47 %
Challenger (Qatar)						2.80%						
Qatar Inv. Authority					8.87 %	12.70 %						
Olayan (Arabia Saudita)					6.88 %							
SAMA				2.00 %								
GIC				10.00 %				18.79%	3.70%			
Temasek Holdings						3.00%		19.03%			13.70 %	
TOTALE	4.99 %	2.20 %	4.90%	12.00 %	15.75 %	37.90 %	3.12%	37.82%	14.60%	9.90%	25.90 %	2.47 %

Fonte: BOTTIGLIA R., PALTRINIERI A., *Financial Crisis and Ownership of Global Banks*, pp 103-104

senza diritto di voto). A tal riguardo si è espresso Moshirian nel 2008: “*Last year (2007), the majority of major SWF investments that were made public were placed in financial institutions and SWFs have contributed about \$41 billion of the \$105 billion of capital injected into major financial institution since November 2007*”. Cfr MOSHIRIAN F., *Sovereign Wealth Funds and Subprime Credit Problems*, 2008, pp 1-28; working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>

Tra i fondi sovrani sono risultati particolarmente attivi *Abu Dhabi Investment Authority*, *Kuwait Investment Authority*, *GIC* e *Temasek*. *Abu Dhabi Investment Authority* ha fornito \$7,5 miliardi a Citigroup, arrivando a detenere il 4,9%, ed ha accumulato azioni in *Barclays*, acquistandole in differenti *tranches*, fino ad arrivare al 16,3%; *Kuwait Investment Authority* “*was also a substantial player investing a total of \$5 billion in Citigroup e Merrill Lynch in January (2008)*”³⁶⁸, arrivando a detenere partecipazioni rispettivamente pari al 6% e al 4,80% del capitale a dicembre 2008.

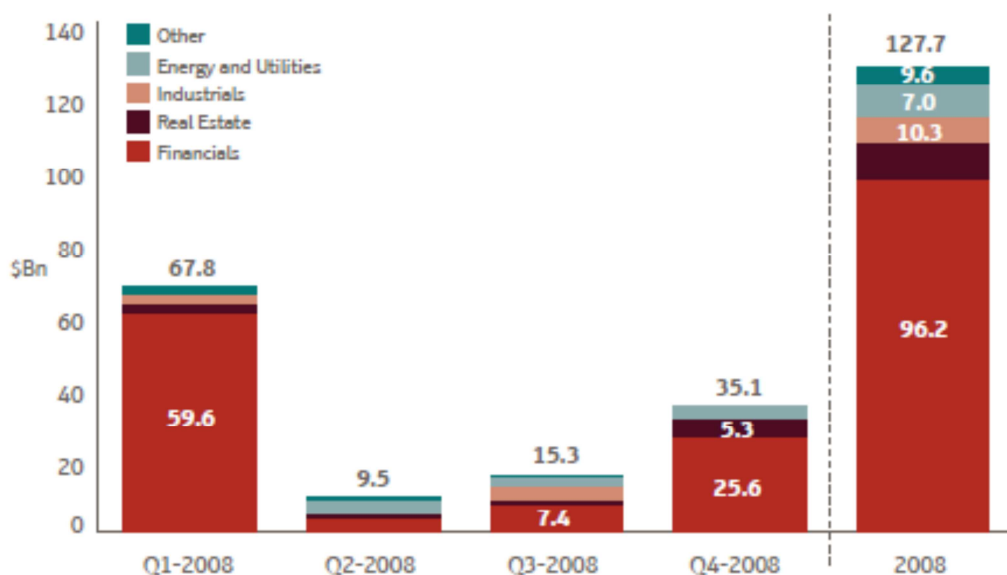
GIC ha fornito \$10 miliardi a UBS, arrivando a detenerne il 10% del capitale sociale, mentre *Temasek* si segnala in particolare per l’acquisizione del 13,7% di *Merrill Lynch*- banca che è partecipata sia da fondi *commodity* sia da fondi *non-commodity*³⁶⁹.

Tale flusso di risorse finanziarie verso il sistema bancario europeo e americano è avvenuto principalmente nel primo trimestre 2008, come mostrato dal grafico 14.

Se si prosegue l’analisi del 2008 per trimestri, emergono tre ordini di considerazioni riguardanti i fondi sovrani:

Grafico 14

Controvalore degli investimenti dei fondi sovrani nel 2008 per settore *target* suddiviso per trimestri



Fonte: MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, p 13.

³⁶⁸ Cfr MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, cit, p 12.

³⁶⁹ Barbary e Chin nel 2009 hanno mostrato come i principali protagonisti delle operazioni di ricapitalizzazione del settore bancario tra ottobre 2007 e marzo 2008 siano stati i fondi *non-commodity* appartenenti all’area Asia-Pacifico, con 11 transazioni dal valore complessivo di circa \$50 miliardi; i fondi *commodity* dell’area *Middle East-North Africa* hanno effettuato 8 investimenti nelle banche appartenenti all’area OCSE, per un controvalore pari a \$22,1 miliardi. Cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, 2009, cit, p 40.

1. In primo luogo si è registrato un crollo delle *performance* del settore dei fondi sovrani, principalmente nell'ultima parte del 2008, a causa del non ottimale *stock-picking* dei titoli bancari. Barbary e Chin nel 2009 hanno sottolineato come i quattro maggiori investimenti effettuati dai SWFs dell'area medio-orientale in istituzioni finanziarie appartenenti all'OECD nel primo trimestre 2008 (con un *holding period* terminato il 27 marzo 2009), hanno portato a perdite per oltre \$10 miliardi, pari a circa il 54%; mentre i sei maggiori investimenti effettuati dai SWFs appartenenti all'area Asia-Pacifico, per lo stesso *holding period*, hanno portato a perdite pari a circa \$30 miliardi, ovvero il 73% in meno rispetto al controvalore di ingresso³⁷⁰. *Temasek* ad esempio, che è stato uno dei fondi maggiormente attivi nelle operazioni di ricapitalizzazione, nel periodo marzo 2008-marzo 2009 ha riportato un *total shareholder return* pari a -30%, erodendo complessivamente circa \$68 miliardi delle risorse finanziarie investite (in termini di *Annual Wealth Added*)³⁷¹. *GIC* invece ha sofferto perdite per oltre il 20%, se denominate in dollari³⁷², mentre è più difficile stimare le perdite complessive dei SWFs *commodity* dell'area *Middle East-North Africa*, data la loro scarsa trasparenza³⁷³.
2. All'elevato numero di transazioni registrate nel primo trimestre 2008 (56), anche in termini di controvalore monetario, ha fatto seguito un consistente decremento delle stesse, come mostrato dal grafico 14; nel secondo e nel terzo trimestre sono state pari rispettivamente a 30 e 38, per poi riprendersi nel quarto trimestre (51). Tra queste, nel secondo e terzo trimestre, solo due hanno interessato banche appartenenti all'area OECD, ovvero l'investimento di *Qatar Investment Authority* in *Barclays* e di *Temasek* in *Merrill Lynch*. Tale comportamento può essere spiegato dall'elevato ammontare di risorse finanziarie esborsato nel primo trimestre 2008, associato al continuo declino dei prezzi dei titoli

³⁷⁰ Si possono riportare i seguenti esempi per stabilire l'entità delle singole perdite in conto capitale: il fondo sovrano *GIC* ha iniettato in *UBS* il 12 ottobre 2007 circa \$9,7 miliardi; il controvalore di mercato tale investimento il 27 marzo 2009 era pari a circa \$2,1 miliardi, con una perdita di circa il 78% rispetto al valore iniziale. I \$7,5 miliardi conferiti da *Abu Dhabi Investment Authority* in *Citigroup* il 27/11/2007 nel medesimo periodo hanno subito un deprezzamento di oltre il 90% (il 27 marzo 2009 il controvalore di mercato dell'investimento era pari a \$0,68 miliardi). *Kuwait Investment Authority*, che il 15/1/2008 ha fornito \$2 miliardi a *Merrill Lynch*, il 27 marzo 2009 si è ritrovata un controvalore di mercato pari a \$0,2 miliardi (-88,1%). Cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, 2009, cit, p 42.

³⁷¹ Cfr TEMASEK ANNUAL REPORT 2010, p 26 e www.temasekholdings.com.

³⁷² Cfr GIC ANNUAL REPORT 2008-2009, p 14.

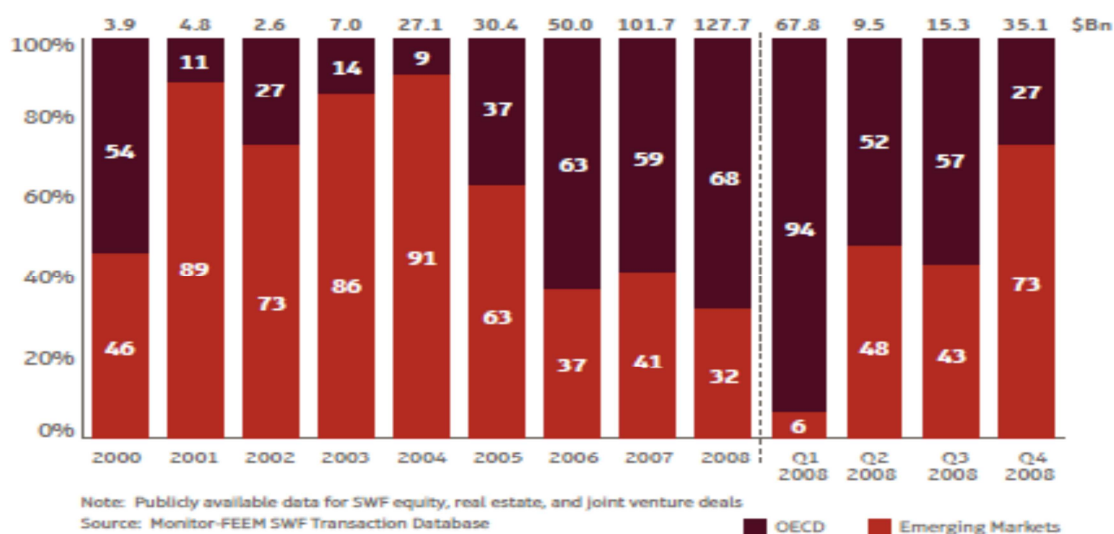
³⁷³ Cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, 2009, p 89: "(MENA Funds), as a group, lost between a fifth and a quarter of their total portfolio value between March and December 2008. The Institute of International Finance, for example, suggests that ADIA may have lost 24 percent of its value during 2008, shrinking to around \$282 billion at year end, as compared with \$372 billion at the end of 2007. On a percentage basis, this is similar to losses reported by QIA, KIA and Mubadala over the same period".

azionari oggetto di transazione (anche a causa del fallimento di *Bear Stearns*), elemento che ha ridotto momentaneamente la propensione al rischio dei SWFs.

3. Vi è stato un crescente aumento del numero di investimenti, anche in termini di controvalore monetario, effettuati nei mercati domestici³⁷⁴ ed emergenti, come rappresentato dai grafici 15 e 16: se nel primo trimestre 2008 il 94% del controvalore monetario delle transazioni effettuati dai fondi sovrani ha avuto come *target* i Paesi dell'area OECD, nel quarto trimestre tale percentuale si è ridotta al 27%, a fronte di un 73% dei Paesi emergenti. Restrungendo la disamina ai SWFs dell'area *Middle-East North-Africa*, si può notare come, nel primo trimestre 2008, l'89% delle transazioni siano state estere, a fronte di un 40% dell'ultimo trimestre- valore che risulta essere il più elevato dal primo trimestre 2006.

Grafico 15

Percentuale di investimenti effettuati dai SWFs in mercati emergenti e in area OECD (l'anno 2008 è suddiviso in trimestri)

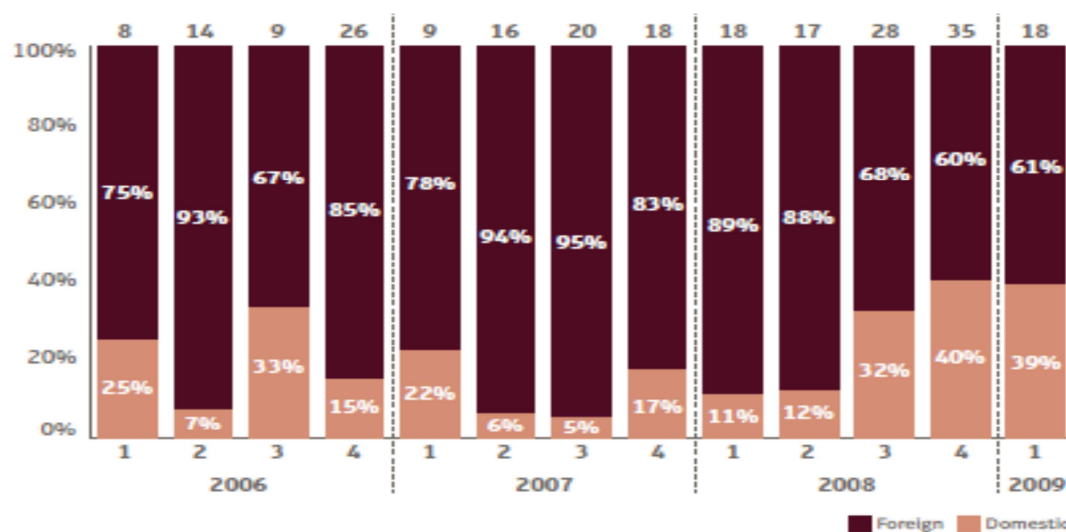


Fonte: MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, p 29.

³⁷⁴ Cfr MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, cit, p 11: "In the final three quarters of 2008 there was a trend for funds to invest in their domestic markets. There was 46 deals in 2008, valued at \$33,7 billion. Only seven of these transactions, with a total value of \$470 million, were undertaken in Q1".

Grafico 16

Percentuale di investimenti effettuati dai SWFs medio-orientali nei mercati domestici ed esteri



Source: Monitor-FEEM SWF Transaction Database
Note: Publicly-available data for SWF equity, real estate and joint venture deals.

Fonte: BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, 2009, p 47

Al fine dell'analisi di eventuali motivazioni di carattere politico alla base delle strategie di investimento dei fondi sovrani, pare opportuno dedicare particolare attenzione al terzo punto.

Dopo un elevato esborso di risorse finanziarie da parte dei fondi sovrani nel primo trimestre 2008, finalizzate principalmente alla ricapitalizzazione delle banche occidentali, e una successiva fase di attesa nei due trimestri intermedi del medesimo anno, i SWFs nel quarto trimestre hanno investito oltre \$35 miliardi nei mercati emergenti. Questi ultimi nella seconda parte dell'anno sono stati duramente colpiti dagli effetti della crisi finanziaria che ha avuto origine nei Paesi occidentali, ma si è poi diffusa in aree quali il sud-est asiatico e soprattutto il medio-oriente.

Pertanto le risorse dei fondi sovrani sono state principalmente indirizzate verso tali aree (il 73% delle transazioni ha appunto avuto come *target* gli stessi Paesi emergenti), per far fronte al rallentamento economico e, in alcuni casi, per intraprendere operazioni di salvataggio di particolari istituti finanziari, duramente colpiti all'interno del sistema finanziario.

In tale ottica si spiega da un lato la maggiore percentuale di investimenti intrapresi nei mercati domestici mostrata dal grafico 16, dall'altro la preferenza per il settore finanziario rappresentata dal grafico 14 (nel quarto trimestre 2008 infatti su un totale di \$35 miliardi di investimenti, oltre \$25 miliardi sono stati indirizzati verso il settore finanziario). Probabilmente, dopo le risorse fornite al settore bancario occidentale, date le consistenti perdite subite nei trimestri successivi sulle

partecipazioni acquisite e la conseguente pressione politica³⁷⁵, i fondi sovrani hanno modificato parzialmente le strategie di investimento al fine di fornire liquidità al sistema finanziario domestico, duramente colpito dalla crisi finanziaria e ricapitalizzare alcune banche di importanza internazionale³⁷⁶.

Se l'operazione di ricapitalizzazione per un controvalore pari a \$20 miliardi di *Agricultural Bank of China* da parte di *China Investment Corporation* può esser stata effettuata in ottica di successiva quotazione, e non di salvataggio, le operazioni effettuate dai fondi sovrani dell'area *Middle-East North Africa*, le quali contano per il 66% del totale delle transazioni, sembrano essere effettuate in ottica di “*bailout*”³⁷⁷.

Mentre tradizionalmente alcuni fondi sovrani appartenenti a tale area geografica investono in ottica locale- *Mubadala* ne è un esempio con il 40% degli investimenti effettuati in territorio domestico tra il 2000 e il 2008 rispetto al 10% di *Qatar Investment Authority* e *Kuwait Investment Authority*-, altri fondi sovrani, come appunto *QIA* e *KIA*, hanno modificato la loro strategia di investimento, intervenendo pesantemente nel mercato domestico tra la fine del 2008 e gli inizi del 2009, con particolare focus al settore finanziario: il primo ha destinato \$5,3 miliardi alla ricapitalizzazione di alcune banche domestiche³⁷⁸, il secondo ha costituito un fondo dotato di oltre \$5 miliardi per investire in imprese quotate nel *Kuwaiti Stock Market*³⁷⁹.

Lo stesso *Mubadala* peraltro, a partire dal secondo trimestre 2008, ha ulteriormente incrementato l'ammontare di risorse finanziarie destinate al mercato domestico, a tal punto che nel 2008 più del

³⁷⁵ Un caso esemplare è rappresentato dal *Kuwait Investment Authority*, che nel gennaio 2008 ha investito \$5 miliardi in *Citigroup* e *Merrill Lynch*. Dopo aver conseguito perdite per circa \$270 milioni, nel corso dei trimestri successivi il fondo sovrano è stato oggetto di pressione politica da parte del Parlamento, in particolare in seguito al crollo del prezzo del petrolio e del mercato azionario locale; da lì ha intrapreso un'operazione di salvataggio del sistema finanziario locale. Per maggiori approfondimenti cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, 2009, cit, pp 67 e ss.

³⁷⁶ Cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, 2009, p 46: “As local and international investors retreated from equities in the Arabian Gulf, local currencies were pressurized, as forex reserves did not kept pace with increases in GDP, state or government liabilities, or trade balances. This increased the vulnerability of domestic banks with large foreign exchange liabilities. Without access to the cross-border financing resources available to central banks and finance ministries in the United States, Britain and Eurozone, Middle Eastern economies had little choice but to call on the reserves of the region's sovereign wealth funds to invest at home”.

³⁷⁷ Cfr MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, cit, p 28: “Funds' domestic economies were particularly attractive targets this quarter, as SWFs sought to bolster their own economies against the global economic downturn and implement various bailouts and stimulus programs”.

³⁷⁸ Cfr BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, 2009, p 62: “The only alternative for the government was to ask *QIA* to bail out the faltering financial sector. In November, *QIA* injected \$5,3 billion to shore up investor confidence in the banking sector by buying 20 percent of each of the banks listed on Doha bourse”. Le banche oggetto di investimento sono: *Doha Banks*, *Qatar Islamic Bank*, *Ahli Bank*, *Masraf Al Rayan*, e *Commercial Bank of Qatar*.

³⁷⁹ Tra le operazioni effettuate è opportuno evidenziare l'investimento di circa \$420 milioni intrapreso in *Gulf Bank*, successivamente ad un aumento di capitale, che ha portato il fondo a detenerne una quota pari al 16%.

50% delle transazioni sono state effettuate in ottica locale, per un controvalore pari al 70% delle stesse.

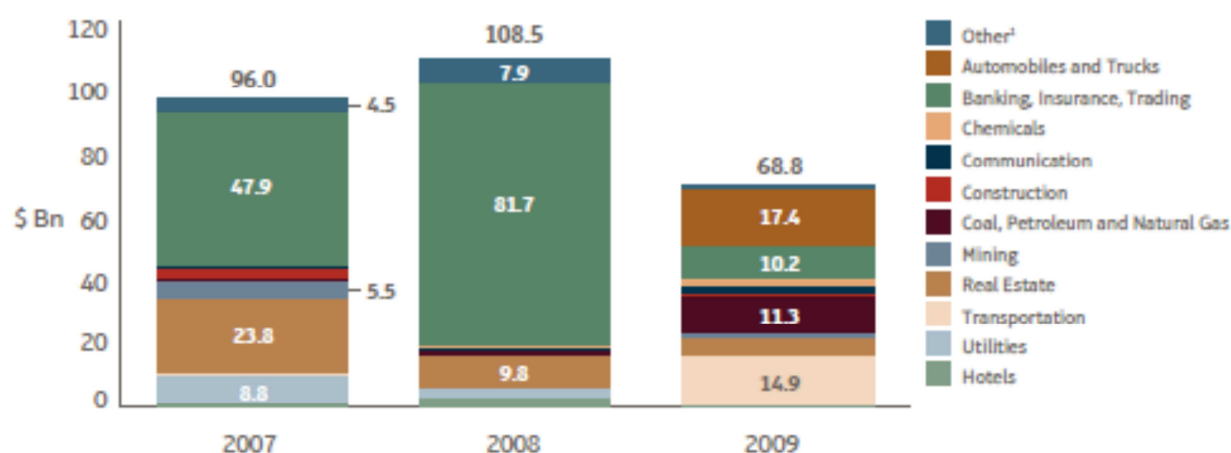
L'unico fondo che ha diminuito il numero di transazioni effettuate nel 2008 è *Isthmar*, il veicolo di investimento che impiega le risorse provenienti da *Dubai World* in ottica di sviluppo locale (investimenti sotto forma di *private equity* e *real estate*), proprio a causa della crisi debitoria che ha colpito lo stesso *Dubai World* e la controllata *Nakheel*, non consentendo ulteriori trasferimenti di risorse finanziarie al fondo³⁸⁰.

Nel 2009, in particolare dopo il raggiungimento del punto di minimo relativo da parte dei mercati azionari nel mese di marzo³⁸¹, sembra che alcune delle tendenze precedentemente delineate siano venute meno, e che ci sia un riallineamento verso i valori precedenti l'inizio della crisi finanziaria, come dimostrato dal grafico 17.

Grafico 17

Controvalore degli investimenti effettuati dai SWFs nel 2009 suddivisi per settore target

Figure 2: Value of SWF Investments by Target Sector



Fonte: MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Back on Course: Sovereign Wealth Fund Activity in 2009*, cit, p 19.

³⁸⁰ Si ricorda che il debito complessivo di *Dubai World* a novembre 2008 era pari a \$60 miliardi rispetto ai \$80 miliardi del debito di Dubai; tale situazione debitoria ha comportato una richiesta di moratoria e di rischedulamento del debito, ponendo inserio pericolo la solvibilità dell'Emiro, testimoniata dall'aumento degli *spread* dei *credit default swap*. Cfr BUSSI M., Dubai sull'orlo della bancarotta, Milano Finanza, 26/11/2009, p 20.

³⁸¹ Cfr MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Back on Course: Sovereign Wealth Fund Activity in 2009*, cit, p 10: "The beginning of the year saw the lowest levels of publicly reported SWF investment for half a decade as they continued to be cautious actors in the global economy, scaling back their acquisitions to reflect their perception of increased market risk".

Nel 2009 vi è stato un sensibile decremento delle transazioni, sia in termini di numero (sono state 113 rispetto alle 161 del 2007 e alle 175 del 2008), sia in termini di controvalore monetario (dal grafico 18 emerge che sono stati esborsati \$68.8 miliardi, rispetto ai \$108,5 miliardi del 2008); tali dati dimostrano come ci sia stato un riavvicinamento verso i valori medi registrati nel periodo 2000-2006³⁸².

Tali risorse finanziarie, come risulta evidente dal grafico 18, sono state indirizzate in misura molto minore rispetto ai due anni precedenti verso il settore finanziario: rispetto ai \$81,7 miliardi investiti in banche appartenenti all'OECD e ai mercati emergenti nel 2008 per un totale di 49 transazioni, nel 2009 sono stati esborsati \$10,2 miliardi per un totale di 28 transazioni. Nel complesso si è avuto un ritorno ad una diversificazione settoriale presente nel periodo 2000-2006, con una più equa distribuzione delle risorse finanziarie tra settore industriale, finanziario, *real estate* ed energetico³⁸³. Per verificare se anche a fine 2010 vi è un'equa distribuzione settoriale all'interno del portafoglio azionario dei fondi sovrani, si espone nella tabella 10, la verifica empirica effettuata attraverso l'analisi degli *Annual Report* e dei siti internet³⁸⁴.

Tabella 10

Asset allocation settoriale di 6 fondi sovrani a dicembre 2010

SWFs	Asset allocation settoriale %				
	<i>Financials</i>	<i>Industrials</i>	<i>Energy</i>	<i>Materials</i>	<i>Consumer staples</i>
Alberta's Heritage Fund	22%	13%	12%	8%	11%
Australian Future Fund	25%	9%	9%	14%	11%
China Investment Corporation	17%	10%	13%	12%	9%
Government Pension Fund-Global	21%	14%	11%	9%	12%
Korea Investment Corporation	27%	6%	12%	5%	8%
Temasek	37%	18%	6%	-	-

Fonte: rielaborazione da siti internet e *Annual Report* singoli fondi.

³⁸² Il maggior numero di transazioni sono state effettuate nella seconda parte dell'anno- 74 rispetto alle 39 dei primi due trimestri-, successivamente alla consistente ripresa dei mercati finanziari internazionali. Nella seconda parte del 2009 in particolare vi è stato un incremento delle transazioni verso le aree maggiormente industrializzate, ma anche verso i Paesi emergenti appartenenti all'area BRIC, ritenuta maggiormente interessante grazie alle favorevoli prospettive economiche, a discapito dell'area MENA, i cui investimenti ricevuti sono rimasti costanti.

³⁸³ Cfr MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Back on Course: Sovereign Wealth Fund Activity in 2009*, cit, p 11.

³⁸⁴ Le informazioni riguardanti l'*asset allocation* settoriale sono più difficilmente reperibili all'interno dei siti internet e degli *Annual Report*. Si spiega in tal modo l'analisi limitata a 6 fondi sovrani, rispetto ai 16 esaminati con riferimento all'*asset allocation* strategica e geografica. I fondi *commodity* dell'area medio-orientale non forniscono questa tipologia di informazione.

Nell'analisi dello *stock* di portafoglio dei sei fondi sovrani della tabella 13-di cui 5 sono *non commodity SWFs*- sono stati considerati i cinque settori verso cui sono stati diretti i maggiori investimenti da parte dei SWFs³⁸⁵. Anche qui si può notare un'elevata diversificazione settoriale: infatti i settori *industrials*, *energy*, *materials* e *consumer staples* hanno un peso che varia dal 10% al 15% del totale del portafoglio; l'unico settore che dimostra un sovrappeso è quello finanziario, il quale varia dal 17% al 37% del totale del portafoglio.

Anche a fine 2010 pertanto il settore finanziario è il settore maggiormente sovrappeso dai fondi sovrani oggetto di analisi, probabilmente a causa di partecipazioni bancarie acquisite tra il 2007 e il 2008, acquisite in ottica di medio-lungo periodo e detenute stabilmente in portafoglio³⁸⁶.

La quasi totale assenza di *commodity funds* all'interno dell'analisi non consente di effettuare considerazioni precise in merito ad *asset & liability management* di tali fondi, la cui provenienza di risorse finanziarie è legata all'andamento dei prezzi di una materia prima: sembra comunque che il settore energetico non sia sovrappeso dai fondi *commodity* se si osservano le transazioni dal 2000 al 2008, mentre sia oggetto di investimento da parte dei *non-commodity funds*, che non dispongono di materie prime nel territorio nazionale.

2.2.6 Considerazioni conclusive

L'analisi delle scelte di portafoglio dei fondi sovrani è stata condotta ipotizzando logiche di investimento simili ad altri investitori istituzionali- in particolare fondi pensione e fondi comuni di investimento- tese pertanto alla massimizzazione del rapporto rischio-rendimento, ancorchè in modo subordinato al perseguimento di macro-obiettivi di carattere istituzionale che caratterizzano le rispettive tipologie di SWFs (di stabilizzazione, di risparmio, di trasferimento di ricchezza in ottica intergenerazionale).

Dalla *review* della letteratura e dalla verifica empirica condotta emerge che l'ipotesi di base può essere parzialmente smentita: infatti se è vero che nel medio-lungo periodo i fondi sovrani sembrano adottare le stesse logiche di investimento degli investitori istituzionali, nel breve termine

³⁸⁵ Vi sono alcune limitazioni nell'analisi: non è stato inserito il settore *real estate* in quanto considerato come *asset class* alternativa dalla maggioranza dei fondi. La classificazione dei settori non è omogenea nei singoli fondi; in tale verifica si è scelto di considerare omogenei il settore *energy* rispetto al settore *Oil & Gas*. Inoltre il settore *industrials* può avere una concezione più o meno ampia. In tale verifica la componente principale è data dal settore automobilistico. In altri casi ancora la distinzione tra *consumer staples*, ovvero beni di prima necessità, e *consumer discretionary*, ovvero beni di lusso non è così netta.

³⁸⁶ Esplicativo è il caso dell'investimento di *China Investment Corporation* in *Agricultural Bank of China*.

si sono verificate alcune deviazioni rispetto alla massimizzazione della relazione rischio-rendimento.

Per ciò che riguarda le tendenze principali nelle scelte di *asset allocation* effettuate dai SWFs si possono effettuare alcune considerazioni:

1. L'orizzonte temporale di riferimento è un elemento fondamentale nella gestione del portafoglio dei fondi sovrani, in modo analogo ad altri investitori istituzionali: nel corso degli anni l'*asset allocation* strategica dei fondi sovrani sembra aver sempre maggiormente considerato l'orizzonte temporale di riferimento (il cosiddetto “*effetto apprendimento*”). Si è dimostrato come i SWFs con orizzonti temporali di investimento a medio-lungo termine abbiano reso più aggressiva l'*asset allocation* strategica, incrementando la componente azionaria in modo tale da sfruttare i potenziali vantaggi dell'*equity risk premium* e introducendo quote sempre maggiori di *alternatives*, in modo tale da poter conseguire *extra-rendimenti* attraverso l'*illiquidity premium*. Tali logiche di investimento sono perseguite anche dagli altri investitori istituzionali, a tal punto che recenti verifiche empiriche hanno dimostrato come il portafoglio dei fondi sovrani non abbia caratteristiche differenti rispetto al portafoglio dei 25 fondi comuni di investimento con maggiore *asset under management*³⁸⁷.
2. Alcune distorsioni riscontrabili negli investitori istituzionali, come ad esempio l'*home bias*, sono presenti anche nei fondi sovrani: si è infatti dimostrato come i SWFs investano prevalentemente nelle aree geografiche in cui hanno sede i rispettivi fondi. Questo è particolarmente evidente per i fondi sovrani che hanno sede in Europa e in America, meno evidente per i fondi sovrani medio-orientali; mentre i fondi dell'area Asia-Pacifico evidenziano un comportamento misto.
3. Gli obiettivi di carattere istituzionale perseguiti dai fondi sovrani incidono nella gestione del portafoglio: i fondi di stabilizzazione infatti presentano un portafoglio più conservativo rispetto ai fondi di risparmio, ai SPRFs e alle *reserve investment corporations*.
4. Le modalità di *funding* incidono sull'*asset allocation*: la verifica empirica ha dimostrato come i *commodity funds* hanno un'*asset allocation* più conservativa rispetto ai *non-commodity funds*, soprattutto nel caso perseguano un obiettivo di stabilizzazione. Ciò è coerente con l'ottimizzazione di un portafoglio in cui è presente come “*anchor asset*” una materia prima, i cui prezzi nel corso degli anni sono stati caratterizzati da un'ampia

³⁸⁷ Cfr AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, pp 1-50.

volatilità, come ipotizzato da Balding e Yao³⁸⁸. Nel caso perseguano un obiettivo di trasferimento di ricchezza in ottica intergenerazionale, l'*asset allocation* è maggiormente aggressiva.

Se tali considerazioni possono essere effettuate osservando il *trend* di *asset allocation* strategica e geografica di medio-lungo periodo, è opportuno notare che nel breve periodo potrebbero essersi verificate alcune deviazioni rispetto alla ricerca di un portafoglio ottimale.

In tale ottica potrebbe essere interpretato l'elevato attivismo dimostrato dai veicoli di investimento governativi durante la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*: a partire dall'ultimo trimestre 2007, le operazioni effettuate dai SWFs si sono moltiplicate sia in termini di numero che di controvalore monetario, dirette principalmente a ricapitalizzare il sistema bancario occidentale duramente colpito dalla crisi. Si rileva che tali operazioni sono state condotte parallelamente alle operazioni di ricapitalizzazione governativa al fine di salvare istituzioni finanziarie da un probabile *default*, date le ingenti disponibilità liquide detenute dai fondi sovrani nel periodo 2007-2008. Peraltro la non rilevante partecipazione alle operazioni di ricapitalizzazione bancaria da parte di fondi comuni di investimento e fondi pensione rispetto agli ingenti interventi effettuati da Stati e fondi sovrani potrebbe far rilevare come le strategie dei fondi sovrani non siano dettate unicamente dal perseguimento di obiettivi di carattere finanziario. In tale ottica da un lato i fondi sovrani potrebbero essere visti come elementi stabilizzatori dei mercati finanziari, dall'altro come potenziali "acquirenti" di *know how* tecnologico, data l'acquisizione massiccia di partecipazioni in imprese operanti in un settore strategico³⁸⁹.

Un ulteriore conferma della potenziale esistenza "*political bias*" è data dal rilevante esborso di risorse finanziarie effettuato nel quarto trimestre 2008 dai fondi sovrani, prevalentemente dell'area medio-orientale, al fine di fornire liquidità al sistema finanziario domestico e partecipare ad operazioni di salvataggio di istituzioni finanziarie nazionali, che rischiavano il *default*.

Pertanto se i fondi sovrani possono avere nel medio-lungo periodo i medesimi obiettivi di massimizzazione del binomio rischio/rendimento degli investitori istituzionali, - avendo peraltro sempre presente i macro obiettivi di carattere istituzionale - nel breve periodo non è da escludere il perseguimento di logiche in parte differenti, soprattutto di natura politica, che potrebbero parzialmente inficiare il perseguimento dell'ottimizzazione di portafoglio. Questo comportamento peraltro potrebbe essere coerente con la natura governativa di tali veicoli di investimento, che li rende "speciali" rispetto agli altri investitori istituzionali con non poche rilevanti implicazioni che meriterebbero ulteriori approfondimenti in futuri contributi.

³⁸⁸ Cfr BALDING C., YAO Y., *Portfolio allocation for Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity Based National Wealth*, cit, 2011, pp 1-23.

³⁸⁹ Le problematiche originate dai fondi sovrani verranno esaminate nel terzo capitolo.

2.3 L'impatto dei SWFs nella *corporate governance* della partecipata

Dopo aver analizzato le strategie di portafoglio dei fondi sovrani, sembra interessante indagare un peculiare aspetto, inerente le partecipazioni azionarie detenute dai veicoli di investimento governativi, rappresentato dall'eventuale influenza esercitata nella *corporate governance*³⁹⁰ dell'impresa partecipata.

Il rapporto tra investitori istituzionali e *corporate governance* delle partecipate è un tema su cui si è soffermata nel corso degli anni la comunità scientifica e che è particolarmente interessante nel caso dei fondi sovrani data, da un lato la scarsa trasparenza associata ai loro investimenti, dall'altro alcune potenziali deviazioni dimostrate rispetto alle logiche puramente finanziarie (“*political bias*”). Il quadro teorico di riferimento per indagare il fenomeno è fornito dalla teoria dell'agenzia³⁹¹. Come noto nelle *public companies* di matrice anglosassone³⁹², ovvero le società per azioni di grandi dimensioni, in cui un singolo azionista detiene una minima parte del capitale sociale, vi è una netta separazione tra la proprietà, rappresentata dagli azionisti e il controllo, ricondotto ai *manager*. In questa situazione si riscontra una relazione di agenzia tra il principale - colui che delega -, cioè gli azionisti, e l'agente-il delegato-, cioè il *manager*: al piccolo azionista potrebbero non essere garantiti i rendimenti sulle risorse finanziarie investite nell'impresa, data la discrezionalità del *manager*, che potrebbe non operare nell'interesse della proprietà ed espropriare il singolo investitore delle risorse investite ad esempio perseguendo benefici di carattere privato.

Se da un lato la discrezionalità del *manager* può essere ridotta da alcuni vincoli che tutelano l'interesse dei portatori di capitale di rischio (di tipo contrattuale come lo statuto delle società o di controllo come il consiglio di amministrazione), dall'altro lato in tutte le situazioni in cui non è previsto un vincolo contrattuale, lo stesso *manager* è libero di decidere. Questa è un situazione

³⁹⁰ Come noto, la *corporate governance* può essere definita in modo allargato come l'insieme delle regole e delle istituzioni che definiscono il rapporto tra i diversi soggetti coinvolti nell'impresa. Secondo un'interpretazione ampia, tipica dell'Europa Continentale i diversi soggetti coinvolti in un'impresa sono gli *stakeholder* (azionisti, creditori, dipendenti, fornitori, etc.), pertanto la *corporate governance* è un sistema di meccanismi che regola le relazioni tra tutti i soggetti in questione. Secondo un'interpretazione maggiormente restrittiva, tipica del mondo anglosassone, e a cui si farà riferimento per la seguente trattazione, i più importanti soggetti coinvolti nell'impresa sarebbero gli *shareholders*, gli azionisti, pertanto la *corporate governance* diventa l'insieme di regole ed istituzioni che assicura agli azionisti un adeguato rendimento sulle somme investite. Il governo dell'impresa dovrebbe essere diretto alla massimizzazione del valore azionario (*shareholder value*), pertanto il *manager* dovrebbe perseguire l'interesse degli stessi azionisti. Tale impostazione fu introdotta da BERLE A., MEANS G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, McMillan, New York, 1932. Per ulteriori approfondimenti si rinvia a FORESTIERI G., IANNOTTA G., *L'attività di investment banking e i problemi della corporate governance* in (a cura di) FORESTIERI G., *Corporate e investment banking*, Egea, Milano, 2007, pp 69-98.

³⁹¹ Tra due controparti si ravvisa una relazione di agenzia ogniquale volta una di esse, denominata agente, operi per conto e nell'interesse di un'altra, denominata principale. Il modello principale-agente è stato fornito da Jensen e Meckling nel 1976. Cfr JENSEN M.C., MECKLING W.H., “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, in *Journal of Financial Economics*, n 3, 1976, pp 305-360.

³⁹² Cfr BERLE A., MEANS G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, cit, 1932.

definita di incompletezza contrattuale, che comporta l'appropriazione dei diritti residuali di controllo da parte del *manager*³⁹³.

Pertanto si verificherebbe una dicotomia tra il diritto di prendere le decisioni sulla gestione dell'impresa e il diritto ai flussi di cassa prodotti dalla stessa, di cui potrebbe appropriarsi il *manager*: infatti i piccoli azionisti, potrebbero non essere incentivati a controllare il *manager*, data l'entità della loro partecipazione, oppure potrebbero considerare il controllo eccessivamente oneroso; in tal caso si genera un problema di *free riding*³⁹⁴.

Sono stati individuati alcuni meccanismi di *governance* in grado di poter minimizzare il problema relativo all'incompletezza contrattuale, tra i quali è opportuno citare la disciplina esercitata dal mercato sul *manager*, l'allineamento degli obiettivi del *manager* a quello degli investitori, la protezione legale dei finanziatori, la concentrazione dell'investimento.

Per ciò che riguarda il primo punto, tipico dei mercati anglosassoni³⁹⁵, si può dire che, in presenza di un mercato efficiente dal punto di vista informativo, in cui i prezzi inglobano tutta l'informazione disponibile, un'eventuale gestione dell'impresa effettuata dal *manager* in modo sub-ottimale, comporta una diminuzione del prezzo dei titoli azionari emessi, rendendo maggiormente probabile un *takeover* ostile con successiva rimozione del *manager*. Ciò dovrebbe disciplinare l'operato del *manager* e spingerlo ad una gestione ottimale dell'impresa.

Una delle modalità per allineare gli obiettivi del *manager* a quelli degli investitori è legare parte della remunerazione del *manager* alle performance realizzate dall'impresa, ad esempio attraverso le *stock option*, in modo tale da rendere più difficilmente realizzabile l'espropriazione di risorse finanziarie agli azionisti.

Dal lato della protezione legale degli investitori si può sottolineare la funzione di controllo esercitata dagli organi societari, la possibilità da parte degli azionisti di rivolgersi al tribunale, elementi che consentono anche agli azionisti di minoranza di essere tutelati.

Con riferimento alla nostra trattazione di particolare importanza risulta essere la concentrazione dell'investimento: se un investitore possiede il 100% di un'impresa ha maggiori incentivi per compiere un efficace controllo e in tal modo si avrebbe una ricomposizione tra proprietà e

³⁹³ Cfr FORESTIERI G, IANNOTTA G., *L'attività di investment banking e i problemi della corporate governance*, cit, p 77: “..data l'incompletezza contrattuale diventa necessario distribuire i cosiddetti diritti residuali di controllo, ossia il diritto di decidere in tutte quelle situazioni in cui non sia previsto contrattualmente il comportamento da adottare”.

³⁹⁴ Cfr GROSSMAN S., HART O., “Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation”, *Bell Journal of Economics*, n 11, 1980.

³⁹⁵ E' tipico del mercato anglosassone il sistema di *governance* definito *outsider system*, in cui il mercato finanziario riduce il conflitto tra proprietà, con azionariato diffuso, e controllo; si contrappone ad esso l'*insider system*, tipico del sistema europeo e giapponese, in cui vi sono strutture proprietarie concentrate ed è rilevante l'orientamento agli intermediari finanziari, i quali svolgono una funzione di *monitoring*. Cfr FORESTIERI G, IANNOTTA G., *L'attività di investment banking e i problemi della corporate governance*, cit, pp 84-85.

controllo; ma nelle *public companies* anche con percentuali di capitale sociale inferiore si potrebbe esercitare un controllo di fatto.

In quest'ultimo caso, se da un lato si riduce il problema della separazione tra proprietà e controllo, dall'altro si ripropone una separazione tra diritto di decidere da parte degli azionisti di maggioranza e diritto sui flussi di cassa, di pertinenza anche degli azionisti di minoranza: da ciò deriva il riconoscimento di premi di maggioranza nel caso di acquisizioni di pacchetti di controllo della società³⁹⁶.

All'interno di questa cornice può essere inserito l'attivismo degli investitori istituzionali, quale forma di concentrazione dell'investimento: nel momento in cui essi detengono una quota significativa del capitale dell'impresa partecipata, hanno un elevato incentivo a controllare l'operato del *manager* e possono persuaderlo ad intraprendere determinate azioni. In caso contrario potrebbero dismettere la partecipazione, non impegnarsi a sottoscrivere eventuali aumenti di capitale sociale, oppure diffondere una pubblicità di dissenso sulla gestione dell'impresa.

A tal riguardo Shleifer e Vishny nel 1997³⁹⁷ hanno dimostrato che i grandi azionisti migliorano le azioni di *monitoring* nei confronti del *manager*, ma introducono anche costi di agenzia, dato che hanno incentivi ad espropriare di ricchezza creditori ed azionisti di minoranza³⁹⁸. Ad una più efficace azione di *monitoring* esercitata dagli investitori istituzionali, dovrebbero essere associate migliori performance operative da parte dell'impresa, ma le verifiche empiriche producono risultati discordanti³⁹⁹.

Nel corso degli anni diversi studi hanno cercato di determinare quali tipologie di investitori istituzionali abbiano maggiore successo nelle azioni di *monitoring* e di miglioramento delle

³⁹⁶ Alcuni studi hanno esaminato i premi di maggioranza in diverse economie correlati al rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza, ma i risultati non sono unanimi: Dych e Zingales nel 2004 hanno osservato che i premi di maggioranza variano da un 2% negli Usa ad un 58% in Repubblica Ceca, escludendo nel complesso il trasferimento di valore da piccoli azionisti a grandi azionisti. Precedentemente Zingales nel 1994 ha osservato un elevato premio di maggioranza nel mercato italiano, concludendo che vi è un elevato rischio di espropriazione degli azionisti di minoranza, mentre Bergstrom e Rydqvist nel 1990 non hanno trovato premi di maggioranza nel mercato svedese. Cfr DYCK A., ZINGALES L., "Private benefits of control: An international comparison", *Journal of Finance*, 2004, n 59, pp 537-600; ZINGALES L., "The value of the voting right: A study of the Milan Stock Exchange experience", *Review of Financial Studies*, 1994, n 7, pp 125-148; BERGSTROM C., RYDQVIST K., "Ownership of equity in dual-class firm", *Journal of Banking and Finance*, 1990, vol 14, issues 2-3, pp 255-269.

³⁹⁷ Cfr SHLEIFER A., VISHNY R. W., "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 1997, n 52, pp 737-783.

³⁹⁸ Infatti i piccoli azionisti non hanno incentivi a controllare l'operato del *manager*, secondo un comportamento tipico dei *free rider*. Cfr SHLEIFER A., VISHNY R.W., "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, 1986, n 94, pp 461-488.

³⁹⁹ Gillian e Starks nel 2000 hanno verificato che il mercato mostra una reazione positiva nel breve termine successiva all'ingresso di investitori istituzionali nel capitale della partecipata, ma non hanno riscontrato miglioramenti nelle performance da parte dell'impresa, mentre Stulz nel 1988 ha dimostrato come una più elevata concentrazione del capitale conduca a migliori performance fino ad una determinata soglia; successivamente i grandi azionisti tendono a perseguire benefici privati, non condivisi dagli azionisti di minoranza. Cfr GILLIAN S., STARKS L.T., "Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors", *Journal of Financial Economics*, 2000, n 57, pp 275-305.; STULZ R.M., "Managerial Control of voting right", *Journal of Financial Economics*, 1988, n 20, pp 25-54.

performance, e sembra che i fondi pensione e gli *hedge funds* siano gli attori che creino maggior valore per gli azionisti, successivamente all'ingresso nel capitale di un'impresa⁴⁰⁰.

Alcuni contributi più recenti hanno cercato di indagare l'impatto dei fondi sovrani nella *governance* d'impresa in ragione di alcune peculiarità: se da un lato l'acquisizione di partecipazioni di rilevante entità⁴⁰¹ con *holding period* pluriennali potrebbe incidere sulla *governance* similmente ad altri investitori istituzionali⁴⁰², in particolare se l'ingresso fosse avvenuto in periodi di difficoltà finanziarie affrontate dall'impresa, dall'altro i fondi sovrani potrebbero imporre nuovi costi di agenzia se le loro finalità fossero in parte di natura politica, e la stessa mancanza di trasparenza potrebbe comportare una diminuzione del valore delle azioni della partecipata.

Le verifiche empiriche finora effettuate hanno principalmente indagato i seguenti aspetti:

1. L'effetto annuncio derivante dall'ingresso dei fondi sovrani nel capitale di un'impresa: attraverso la tecnica degli *event study*⁴⁰³; diversi contributi hanno cercato di stimare la

⁴⁰⁰ Del Guercio e Hawkins nel 1999 hanno dimostrato che i fondi pensione sono soggetti attivi nella funzione di *monitoring* e attuano cambiamenti nell'impresa partecipata, creando valore per gli azionisti, mentre Brav et al (2008) e Klein e Zur nel 2009 hanno evidenziato come gli *hedge funds* siano gli investitori istituzionali che creano maggior valore per l'impresa partecipata e ottengano un maggior successo rispetto a tutti gli altri investitori istituzionali attivisti. Cfr DEL GUERCIO D., HAWKINS J., "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics*, 1999, n 52, pp 293-340; BRAV A., JIANG W., THOMAS R., PARTNOY F., "Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance", *The Journal of Finance*, 2008, vol 63, pp 1729-1775; KLEIN A., ZUR E., "Entrepreneurial Shareholder activism: Hedge Funds and other private investment", *The Journal of Finance*, 2009, vol 64, Issue 1, pp 187-229. Per una rassegna della letteratura sull'attivismo degli *hedge funds* si rinvia a: BRAV A., JIANG W., KIM H., *Hedge Fund Activism: A Review*, 2010, pp 1-56, working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

⁴⁰¹ L'entità media delle partecipazioni acquisite dai fondi sovrani nelle imprese è oggetto di dibattito nella comunità scientifica e dipende dal campione oggetto di studio. Bortolotti et al. nel 2009, analizzando 1216 transazioni effettuate tra il 1986 e il 2008 dai fondi sovrani, hanno riscontrato una partecipazione media pari al 19,4% del capitale sociale; similmente Knill nel 2009, osservando 232 transazioni effettuate dai fondi sovrani, ha evidenziato una partecipazione media del 21%; mentre Fernandes nel 2009, esaminando un *data set* di 21000 partecipazioni detenute dai fondi sovrani a fine 2007 ha riscontrato una partecipazione media dello 0,74%, osservando come gli stessi veicoli di investimento governativi non siano interessati ad acquisire quote di controllo. Sembra maggiormente condiviso il fatto che le partecipazioni di controllo siano acquisite per lo più in mercati emergenti e comunque domestici, mentre nei mercati dell'area OECD sembrano prevalere le partecipazioni minoritarie. Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, 2009, cit, p 16; KNILL A., LEE B.S., MAUCK N., 'Sleeping with the Enemy' or 'An Ounce of Prevention': *Sovereign Wealth Fund Investments and Market Destabilization*, 2009, p 14, working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>; FERNANDES N., *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World*, cit., p 12.

⁴⁰² Fernandes nel 2009 si esprime in tal modo: "In principle, SWFs invest in equities with the purpose of maximizing the return on their country's reserves. By taking sizeable (and long term) stakes in corporations, they can perform a corporate governance role that other shareholders should welcome. On the other hand, because they are powerful investors, there is no reason why we should not expect SWFs to expropriate minority shareholders and pursue interests other than maximum portfolio performance". Cfr FERNANDES N., *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World*, 2009, cit, p 4.

⁴⁰³ La tecnica degli *event study* consente di indagare l'impatto di un evento su una serie storica (tipicamente i rendimenti di un titolo azionario) in un dato intervallo temporale. Con riferimento all'effetto annuncio dell'ingresso dei fondi sovrani nel capitale di un'impresa (l'evento che potrebbe influenzare l'andamento della serie storica dei rendimenti in questione), le metodologie di calcolo utilizzate sono differenti. Quella maggiormente utilizzata sembra essere rappresentata dalla stima dei *market model abnormal returns*: in tal caso si sceglie in *primis* una "estimation window", in modo tale da poter prevedere il rendimento "normale" del titolo in assenza dell'evento (spesso mediante l'utilizzo del *Capital Asset Pricing Model*); successivamente si calcola il rendimento "anormale" del titolo in un intorno temporale dell'annuncio, dato dalla differenza tra rendimento effettivo del titolo e quello previsto dal *market model*. Infine si aggregano i rendimenti di tutte le azioni del campione dividendo per il numero totale di eventi, a seconda

presenza o meno di un *extra-rendimento* associato all'ingresso dei fondi sovrani nel capitale di un'impresa quotata nel mercato finanziario, in un intorno temporale ristretto all'annuncio dell'acquisizione della partecipazione (*abnormal stocks return*). La presenza di un eventuale *extra-rendimento* dei titoli azionari potrebbe essere interpretata in modi differenti: il mercato potrebbe attendersi l'esercizio di un'efficace funzione di *monitoring* nei confronti del *manager* dell'impresa da parte dei fondi sovrani, i quali sarebbero incentivati in virtù dell'acquisizione di rilevanti quote di partecipazione.

Da un'efficace funzione di *monitoring* potrebbe derivare un miglioramento delle *performance* operative dell'impresa che si tradurrebbe in una massimizzazione del valore per gli azionisti della stessa.

Ma il mercato potrebbe reagire positivamente per l'acquisizione di partecipazioni in imprese *distressed*, in gravi difficoltà finanziarie, che necessitano di reperire nuovo capitale di rischio (questo potrebbe essere il caso del settore bancario nel periodo 2007-2008).

La presenza di rendimenti negativi nell'intervallo temporale dell'annuncio potrebbe invece essere associata al timore di un perseguimento da parte dei SWFs di obiettivi di natura politica, non coerenti con la massimizzazione del valore dell'impresa oppure all'imposizione di nuovi costi di agenzia agli azionisti di minoranza, nel caso di perseguimento di benefici privati- soprattutto considerando la relativa mancanza di trasparenza dei veicoli di investimento governativi.

2. Le performance operative e di mercato nel medio-lungo termine dell'impresa partecipata: attraverso verifiche su intervalli temporali più ampi, fino a 2 anni, alcuni contributi hanno cercato di stimare l'eventuale *extra-rendimento* dei titoli azionari emessi dall'impresa partecipata dai fondi sovrani e l'eventuale miglioramento di alcuni indicatori legati alla profittabilità della stessa impresa, quali reddito operativo, ROA, tasso di crescita delle vendite, in modo tale da verificare l'influenza dei SWFs nella gestione dell'impresa, ma anche la loro abilità in termini di *stock-picking*.

dell'intorno temporale prescelto in modo tale da determinare il *Cumulative Average Abnormal Return*. Altre metodologie di calcolo utilizzate sono la stima dei *market-adjusted returns*, dati dalla differenza tra rendimento effettivo del titolo in un determinato giorno e il rendimento effettivo dell'indice di mercato locale nel medesimo giorno (utilizzata in particolare per la stima degli eventuali rendimenti anormali nel lungo periodo attraverso la somma dei *market-adjusted returns* lungo il medesimo periodo), la stima dei *matched-firms abnormal returns*, dati dalla differenza tra i rendimenti della *target* e i rendimenti di un'impresa o un gruppo di imprese comparabili per settore di riferimento, Paese o dimensione, e, in misura minore, la stima dei rendimenti effettivi semplici di un determinato titolo in un arco temporale (*raw returns*). Per una trattazione approfondita del *market model abnormal return* si rinvia a: KARPOFF J., MALATESTA P., WALKLING R., "Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 1996, n 42, pp 365-396; SUN T, HESSE H., *Sovereign Wealth Funds and Financial Stability- An Event Study Analysis*, International Monetary Fund, pp 1-17, working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

3. L'attivismo esercitato dai fondi sovrani: un numero limitato di contribuiti ha cercato di indagare eventuali azioni intraprese successivamente all'ingresso nel capitale sociale di un'impresa al fine di modificarne la gestione (ad esempio la sostituzione del *chief executive*, il *turnover* del *management*, la nomina di un rappresentante nel *board*).

Per ciò che riguarda l'analisi del primo punto, le verifiche empiriche hanno dimostrato che l'ingresso dei fondi sovrani nel capitale delle imprese è accolto in modo positivo dal mercato: nel giorno dell'annuncio dell'acquisizione della partecipazione [intervallo temporale 0;+1], i titoli azionari dell'impresa *target* hanno registrato un *extra-rendimento* pari a +1,18% secondo il lavoro di Bortolotti et al. (2008)⁴⁰⁴, pari a +1% per Knill et al. (2009)⁴⁰⁵, fino a raggiungere un +1,94% secondo Kotter e Lel (2008)⁴⁰⁶.

I medesimi risultati si ottengono anche estendendo l'intorno temporale rispetto alla data in cui si è realizzato l'evento: considerando un intervallo temporale di tre giorni [-1;+1], Bortolotti et al. (2009)⁴⁰⁷ hanno dimostrato un *extra-rendimento* medio conseguito dalle imprese in cui hanno investito i fondi sovrani pari a +0,9%, rispetto al +1,5% a cui sono giunti Dewenter et al. nel 2009⁴⁰⁸ e al +2,15% ottenuto dalla verifica empirica condotta dal lavoro di Kotter e Lel nel 2008⁴⁰⁹. L'ulteriore allargamento delle finestre temporali non modifica i risultati ottenuti: nello studio di Sun e Hesse del 2009⁴¹⁰ sono stati considerati intervalli temporali pari a [-2;+2] e [-3;+3] e il *cumulative abnormal return* conseguito è stato rispettivamente pari a +0,77%⁴¹¹ e +0,96%, mentre Chhaochharia e Laeven (2008)⁴¹² per intervalli temporali pari a [-10;+2] e [-20;+10], hanno verificato un *cumulative abnormal return* pari a +1,57% e +0,90%.

⁴⁰⁴ Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., *The financial impact of sovereign wealth fund investments in listed companies*, Maggio 2008, pp 1-24, working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

⁴⁰⁵ Cfr KNILL A., LEE B.S., MAUCK N., *'Sleeping with the Enemy' or 'An Ounce of Prevention': Sovereign Wealth Fund Investments and Market Destabilization*, 2009, cit, pp 1-43.

⁴⁰⁶ Cfr KOTTER J., LEL U., *Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*, cit, 2008, p 13: "...we observe that the average market reaction has more than double in recent years, from 1.04 percent in the pre-2006 period to 2.56 percent in the post-2005 period for the (0,+1) window. The difference is also statistically significant at 1 percent, suggesting the market participants might have judged previous years' SWF investments to contain valuable information, thus justifying an increased reaction to more recent announcements".

⁴⁰⁷ Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, 2009, cit, p 22.

⁴⁰⁸ Cfr DEWENTER K.L., HAN X., MALATESTA P.H., *Firm Value and Sovereign Wealth Fund Investments*, 2009, cit, p 5; gli stessi autori hanno peraltro analizzato nel medesimo arco temporale l'effetto provocato dalle dismissioni di partecipazioni da parte dei fondi sovrani, pari a -1,4% (uguale a quello riportato da Kotter e Lel nel 2008), rafforzando l'ipotesi di una buona azione effettuata dai fondi sovrani sia di *monitoring* del *management*, sia di massimizzazione del valore per gli azionisti.

⁴⁰⁹ Cfr KOTTER J., LEL U., *Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*, cit, 2008, cit., p 12.

⁴¹⁰ Cfr SUN T., HESSE H., *Sovereign Wealth Funds and Financial Stability- An Event Study Analysis*, 2009, cit, p 13.

⁴¹¹ Nel lavoro di Kotter e Lel (2008), considerato un intervallo temporale di [-2;+2], l'*extra-rendimento* riportato dalle imprese in cui hanno investito i fondi sovrani è stato pari a + 2,43%.

⁴¹² Cfr CHHAOCHHARIA V., LAEVEN L.A., *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, 2009, cit, p 24.

L'ipotesi di investimento in imprese *distressed* da parte dei fondi sovrani è stata oggetto di verifica in alcuni contributi⁴¹³: Bortolotti et al. nel 2009⁴¹⁴ ad esempio, attraverso la stima dei *matched-firms abnormal return*, hanno evidenziato come, nell'anno precedente l'acquisizione [0;-365 gg], il rendimento medio delle imprese *target* dei fondi sovrani sia stato pari a -8,01% rispetto alle imprese comparabili. Le minori *performance* registrate potrebbero essere coerenti con l'ipotesi di investimento in imprese *distressed*.

Al medesimo risultato sono giunti Chhaochharia e Laeven (2008)⁴¹⁵, dimostrando che il conseguimento di *extra-rendimenti* positivi successivi all'ingresso nel capitale dei fondi sovrani è maggiore nelle imprese che incontrano difficoltà a raccogliere risorse finanziarie, e che pertanto fronteggiano difficoltà di *funding* (si pensi agli interventi effettuati dai fondi sovrani in ottica di ricapitalizzazione delle banche dei Paesi OECD, le quali avevano difficoltà ad effettuare aumenti di capitale durante la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*⁴¹⁶).

Le aspettative del mercato circa la futura azione di *monitoring* svolta dai fondi sovrani nei confronti del *management* possono trovare riscontro in un eventuale miglioramento delle performance operative dell'impresa, che si potrebbe tradurre in un incremento del prezzo dei titoli azionari nel medio-lungo termine (come si è precedentemente ipotizzato al punto due).

Per ciò che riguarda le performance operative, Kotter e Lel (2008)⁴¹⁷ hanno evidenziato come le imprese partecipate dai fondi sovrani, sia l'anno successivo l'ingresso di tali investitori istituzionali, sia i tre anni seguenti, non abbiano conseguito miglioramenti rispetto alle imprese comparabili, né in termini di reddito operativo (misurato in rapporto al totale attivo e alle vendite), né di *Return on Assets*, né di tasso di crescita delle vendite. Pertanto sembra che i fondi sovrani non migliorino le

⁴¹³ Non tutti i lavori sono giunti alla medesima conclusione; Fernandes (2009) si esprime a tal riguardo: “*Within any particular country, there is a wide dispersion of SWF ownership positions, and firm-level variables explain a substantial part of this finding. Although country characteristics are important, they are not the primary source of variation in SWF investment choices. Large, profitable firms are more likely to have SWFs as investors. Firms with higher analyst coverage are significantly more likely to have an SWF as an investor*”. Cfr FERNANDES N., *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World*, 2009, cit., p 27.

⁴¹⁴ Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, 2009, cit, pp 21-22.

⁴¹⁵ Cfr CHHAOCHHARIA V., LAEVEN L.A., *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, 2009, cit, p 26: “*We find that CARs are positively associated with the capital constraints variable, consistent with our hypothesis that share prices react favorably to an injection in capital when SWFs invest in firms that are financially constrained*”.

⁴¹⁶ Cfr CHHAOCHHARIA V., LAEVEN L.A., *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, 2009, cit, p 31: “*..we find that SWFs often invest in companies that are financially constrained, possibly alleviating financing constraints that constrain firm growth, thus enhancing that value of such firms. Recent SWF capital injections in distressed US investment banks are a good example of such investments, though we find that such investments are limited to the financial services industry*”.

⁴¹⁷ A conoscenza di chi scrive, questo è l'unico contributo che indaga la variazione di performance operative di imprese partecipate da fondi sovrani, successivamente al loro ingresso nel capitale sociale, utilizzando la tecnica delle *matched firms*: in tal modo si scelgono imprese simili per Stato di appartenenza, settore e dimensione e si paragonano alcuni indicatori di bilancio con quelli delle imprese partecipate dai veicoli di investimento governativi, in modo tale da riscontrarne differenza statisticamente significative. Cfr KOTTER J., LEL U., *Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*, cit, 2008, cit., pp 27-28.

performance di impresa attraverso una importante azione di *monitoring*, né intervengano attivamente nella gestione come i fondi di *private equity*. Questo dovrebbe tradursi in decrementi registrati dai titoli azionari delle imprese partecipate dagli stessi nel medio-lungo periodo.

Tale verifica è stata condotta in diversi contributi attraverso l'utilizzo della tecnica degli *event study*, in modo analogo a ciò che è stato descritto con riferimento alla stima dell'“effetto annuncio”. In tale indagine vengono però considerati intervalli temporali superiori all'anno, successivamente all'ingresso dei fondi sovrani nel capitale delle imprese, e poi calcolati i *buy and hold abnormal return*- rispetto a quanto predetto dal *market model*, piuttosto che mediante un raffronto con *matched firms* o con gli indici di mercato locali (*market adjusted returns*).

Bortolotti et al nel 2008⁴¹⁸, analizzando l'andamento dei titoli azionari delle imprese partecipate nell'intervallo temporale [0;+240 giorni], hanno stimato un *buy and hold abnormal return* medio pari a -21,55%⁴¹⁹, coerente con l'ipotesi di introduzione di costi di agenzia e deterioramento delle performance di impresa.

In un lavoro successivo Bortolotti et al. (2009)⁴²⁰, attribuendo maggiore importanza al *matched-firms average abnormal returns*, hanno rilevato rendimenti negativi e decrescenti in differenti archi temporali, pari a -5,98% nei primi sei mesi, a -10,23% nel primo anno, fino a raggiungere -15,49% nei due anni successivi l'ingresso nel capitale sociale. In particolare i rendimenti risultano essere maggiormente negativi da un lato nelle imprese in cui la percentuale di capitale sociale detenuta dai fondi sovrani è più elevata, coerentemente con una probabile espropriazione di flussi di cassa a danno degli azionisti di minoranza (come ipotizzato da Shleifer e Vishny nel 1986⁴²¹), dall'altro nelle imprese finanziarie, denotando una scarsa abilità di *stock picking* da parte dei SWFs o, alternativamente, il perseguimento di obiettivi differenti dalla massimizzazione del binomio rischio/rendimento⁴²².

⁴¹⁸ Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., *The financial impact of sovereign wealth fund investments in listed companies*, 2008, cit, pp 14-15.

⁴¹⁹ Tale stima è stata effettuata utilizzando come parametro di riferimento il *market model*.

⁴²⁰ Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, 2009, cit, pp 22-28.

⁴²¹ Cfr SHLEIFER A., VISHNY R.W., “Large shareholders and corporate control”, *Journal of Political Economy*, 1986, cit, pp 461-488.

⁴²² Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, 2009, cit, pp 27-28: “In particular, underperformance is less severe for SWFs with better governance, but more severe for funds that are more transparent and for acquisition involving largest stakes. While the positive impact of the governance score offers mild evidence of benefits related to monitoring, the negative impact associated with larger stakes points to the role of agency costs derived from conflicts between SWFs and minority shareholders. The overall negative abnormal performance following SWF investments suggests that the monitoring effect, if present at all, is, on average, weak. All SWFs, however, appear to have been poor stock pickers, overinvesting in the sector that was most hit in the current crisis, the financial industry”.

I medesimi risultati si possono constatare nel contributo di Knill et al. (2009)⁴²³, che hanno riportato rendimenti negativi per le imprese partecipate da SWFs nel periodo [+1;+250 giorni] pari a -16,6% considerando il *market model* e -10,3%, considerando le *matched firms*; una ulteriore suddivisione tra fondi *commodity (oil)* e *non-commodity* consente di sottolineare come i primi abbiano comportato rendimenti negativi maggiormente consistenti per le imprese partecipate nel medesimo arco temporale (*cumulative abnormal return* pari a -30,7%). Contrariamente alle aspettative, le imprese partecipate da fondi meno trasparenti conseguono rendimenti negativi di minore entità, rispetto alle imprese partecipate da fondi trasparenti⁴²⁴.

Risultati maggiormente controversi sono stati raggiunti nei lavori di Chhaochharia e Laeven (2008)⁴²⁵ e di Dewenter et al. nel 2009⁴²⁶. Nel primo caso, su un arco temporale quinquennale, le imprese partecipate dai fondi sovrani hanno conseguito rendimenti anormali negativi pari a -0,06% (tale risultato non è comunque statisticamente diverso da zero); tale risultato viene interpretato dagli autori come indicatore di assenza di attivismo da parte dei fondi sovrani in relazione ai problemi di *corporate governance*, e di scarsa abilità in fase di *stock picking*.

Nel secondo contributo invece, dal calcolo dei *cumulative adjusted market returns*, appaiono risultati differenti a seconda della finestra temporale analizzata: i rendimenti anormali sono negativi se si considera l'anno successivo l'acquisizione della partecipazione, (la media è pari a -3,4%), coerentemente con gli altri lavori, mentre volgono al positivo in orizzonti temporali di tre e cinque anni (in quest'ultimo caso il *cumulative adjusted market returns* è pari a +38,3%)⁴²⁷.

Analizzando i risultati nel complesso, sembra che i fondi sovrani non migliorino le performance operative e di mercato di un'impresa, ma tendano ad introdurre costi di agenzia, espropriando gli azionisti di minoranza dei flussi di cassa quando detengono quote elevate di capitale sociale, e a non perseguire obiettivi di massimizzazione del valore per gli azionisti.

Ulteriori conferme circa l'attivismo/passivismo dei fondi sovrani potrebbero essere riscontrate indagando le eventuali azioni intraprese dagli stessi veicoli di investimento successivamente all'ingresso nel capitale dell'impresa, al fine di introdurre cambiamenti nella *corporate governance*. Kotter e Lel (2008) ritengono che i fondi sovrani siano investitori passivi, in quanto non notano

⁴²³ Cfr KNILL A., LEE B.S., MAUCK N, 'Sleeping with the Enemy' or 'An Ounce of Prevention': Sovereign Wealth Fund Investments and Market Destabilization, 2009, cit, pp 14-16.

⁴²⁴ Cfr KNILL A., LEE B.S., MAUCK N, 'Sleeping with the Enemy' or 'An Ounce of Prevention': Sovereign Wealth Fund Investments and Market Destabilization, 2009, cit, p 15: "These results show that the domicile nation of the SWF seems to be more important than the disclosure level of the fund".

⁴²⁵ Cfr CHHAOCHHARIA V., LAEVEN L.A., *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, 2009, cit, pp 29-30.

⁴²⁶ Cfr DEWENTER K.L., HAN X., MALATESTA P.H., *Firm Value and Sovereign Wealth Fund Investments*, 2009, cit, pp 22-26.

⁴²⁷ Cfr DEWENTER K.L., HAN X., MALATESTA P.H., *Firm Value and Sovereign Wealth Fund Investments*, 2009, cit, p 23: "Positive returns at longer horizons are consistent with the findings of Fernandes (2009) that firms with higher ownership by SWFs have higher firm valuations and better operating performance".

significativa differenza nella rimozione dei *Chief Executive Officer* (CEO) tra le imprese partecipate dai fondi sovrani e un gruppo di imprese comparabili⁴²⁸.

In un'analisi maggiormente articolata, Dewenter et al. nel 2009⁴²⁹ declinano l'influenza dei fondi sovrani in tre macro categorie, ovvero *monitoring*, *network transactions* e *government actions*. Con le azioni di *monitoring* si riferiscono alla richiesta di posti nel Consiglio di Amministrazione da parte dei SWFs, alla rimozione del CEO o al cambiamento di membri del *board*. Le *network transactions* riguardano tutte le operazioni con le quali l'impresa *target* agisce nell'ambito dell'operatività del SWF stesso, concedendo la possibilità di estrarre benefici privati al veicolo di investimento governativo⁴³⁰, mentre le *government actions* comprendono tutte le decisioni governative del Paese in cui ha sede il fondo sovrano partecipante, che influiscono sul *business* della *target*⁴³¹.

Per ciò che riguarda il primo punto, i due autori rilevano come nel 15% dei casi⁴³², considerando un orizzonte temporale di cinque anni successivo all'ingresso del fondo sovrano nel capitale della *target*, il SWF ottiene un rappresentante all'interno del Consiglio di Amministrazione, percentuale che sale al 28% se si considerano le imprese che hanno sede nel medesimo Paese del veicolo di investimento governativo, superiore rispetto ai rappresentanti ottenuti dai fondi di *venture capital* (23% in un arco temporale quadriennale), secondo il contributo di Kotha e Talmor del 2004⁴³³. Il cambiamento dei membri del *board* e dei *CEO* avviene nel 9% dei casi durante il primo anno, raggiunge il 14% dei casi in un orizzonte temporale triennale, per poi calare all'11% in un arco temporale quinquennale.

⁴²⁸ Cfr KOTTER J., LEL U., *Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*, cit., 2008, cit., pp 28-29: "...both target and control firms experience a significant drop in CEO turnover within a year of the SWF investment, but the difference in turnover between the two sets of firms is not significant".

⁴²⁹ Cfr DEWENTER K.L., HAN X., MALATESTA P.H., *Firm Value and Sovereign Wealth Fund Investments*, 2009, cit, pp 26-31.

⁴³⁰ Cfr DEWENTER K.L., HAN X., MALATESTA P.H., *Firm Value and Sovereign Wealth Fund Investments*, 2009, cit, p 27: "An example of this type of activity is Ferrari's decision, five months after Abu Dhabi's fund, Mubadala, purchased five percent of its shares, to develop jointly a Ferrari-based theme park in Abu Dhabi with another Mubadala-related company".

⁴³¹ Le decisioni governative possono essere favorevoli o avverse alla *target*; di seguito verrà presentato un esempio per tipologia di azione governativa (favorevole *in primis*, successivamente avversa. Cfr DEWENTER K.L., HAN X., MALATESTA P.H., *Firm Value and Sovereign Wealth Fund Investments*, 2009, cit, p 52: "Six months after China Investment Corp acquired 4.9% of Bank of East Asia's equity (11/07), the bank won approval from the People Bank of China to become the first foreign bank to issue debit cards in mainland China.....By the mid-2000's, Temasek-linked SingTel controlled 35% of Telkomsel and Singapore Telemedia controlled 45% of Indosat, Indonesia's two major telecom providers. In late 2007, Indonesia's Business competition Supervisory Commission, or KPPU, found Temasek Holdings, ST Telemedia and SingTel guilty of price fixing and fined each \$4 million. The Temasek firms were ordered to sell their stakes in one of the two telecom firms".

⁴³² Le transazioni considerate sono 184 in un orizzonte temporale annuale, 140 in un orizzonte temporale triennale e 88 in un arco temporale quinquennale.

⁴³³ Cfr KOTHA R., TALMOR E., *Watching the shop from the front seat: Determinants of venture capitalists representation on the board*, 2004, working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

Passando all'analisi delle *network transactions* e delle *government actions*, si può notare come siano rispettivamente riscontrabili nel 35% e nel 15% delle transazioni oggetto di esame; complessivamente, nel 52% dei casi all'ingresso dei fondi sovrani nel capitale dell'impresa *target* ha fatto seguito un evento che testimonia l'influenza dei SWFs nella *corporate governance*; in particolare tali eventi sono più frequenti se l'impresa ha sede nello stesso Paese in cui è stato costituito il fondo, e se viene partecipata da *Temasek Holdings*, fondo pertanto che risulta maggiormente attivista.

Se si considerano le partecipazioni acquisite dai SWFs nelle banche dei Paesi occidentali in ottica di ricapitalizzazione durante la crisi originata dai mutui *subprime*, non risultano al momento richieste di cambiamento di membri del *board*, né di rimozione del *Chief Executive Officer*; sembra pertanto che al di fuori del Paese di origine e in settori strategici, i fondi sovrani si comportino in qualità di investitori istituzionali passivi e non intendano modificare la *governance* di impresa.

Dall'analisi effettuata sembra che il mercato in un primo momento reagisca in modo positivo all'ingresso dei fondi sovrani nel capitale di un'impresa. Tale effetto potrebbe essere spiegato:

1. da un effettivo incremento della domanda dei titoli azionari della *target*;
2. dall'acquisizione di partecipazioni da parte degli stessi veicoli di investimento governativi in imprese *distressed* (come le banche dei Paesi Occidentali), che incontrano difficoltà nel reperire capitale di debito e di rischio nei mercati finanziari internazionali.

L'ipotesi di aspettativa da parte del mercato di un'efficace azione svolta dai SWFs di *monitoring* nei confronti del *management* viene poi disattesa dalle *performance* operative e di mercato nel medio-lungo termine conseguite dalle imprese partecipate: i fondi sovrani, diversamente dagli *hedge funds*, sembrano da un lato introdurre nuovi costi di agenzia, espropriando gli azionisti di minoranza dei flussi di cassa di loro pertinenza, in particolare quando detengono quote significative del capitale sociale, dall'altro sembrano non essere abili *stock picker*, elemento che può essere ricondotto al perseguimento di obiettivi in parte divergenti dalla massimizzazione del binomio rischio/rendimento.

Anche se si analizzano le azioni che possono essere ricondotte all'attivismo dei fondi sovrani, si può notare come siano maggiormente frequenti in ambito domestico e associate ad una elevata quota di capitale sociale detenuta, mentre in ambito internazionale-e in particolare nei Paesi OECD- i fondi sovrani fino ad ora hanno agito prevalentemente in qualità di investitori passivi, non intervenendo nella *governance* di impresa.

2.4 L'impatto dei SWFs nei mercati finanziari internazionali (cenni)

Dopo aver analizzato la composizione del portafoglio dei fondi sovrani e l'influenza esercitata dagli stessi nella *corporate governance* delle partecipate, è opportuno indagare un altro peculiare aspetto su cui si è soffermata la comunità scientifica nell'ambito dell'*asset allocation* dei SWFs, ovvero l'impatto che possono esercitare sui mercati finanziari internazionali, dato il loro *asset under management* in continuo sviluppo.

In precedenza si è dimostrato come nel complesso i fondi sovrani nel corso del tempo abbiano modificato la loro *asset allocation* introducendo quote crescenti di classi di attività rischiose (*equity* ed *alternatives*), in modo tale da perseguire extra-rendimenti nel medio-lungo periodo coerenti con l'*equity risk premium* e l'*illiquidity premium*.

Tale aspetto assume maggiore importanza in rapporto alla gestione delle riserve in valuta effettuate dalle Banche Centrali, in ragione del fatto che le riserve in eccesso rispetto agli obiettivi macroeconomici perseguiti dalle Autorità Monetarie potrebbero essere gradualmente trasferite ai fondi sovrani, come analizzato all'inizio del presente lavoro⁴³⁴.

Dato l'elevato ammontare di riserve in eccesso presenti in particolare nei Paesi asiatici e medio-orientali⁴³⁵, un trasferimento delle stesse nei veicoli di investimento governativi potrebbe comportare una composizione differente del portafoglio, il che si tradurrebbe in una modifica della direzione dei flussi di capitale a livello internazionale: infatti se le Banche Centrali nella gestione delle riserve in valuta adottano principalmente criteri di gestione volti all'acquisizione di attività liquide o prontamente liquidabili (anche se tale tendenza è diminuita nel corso degli anni), i fondi sovrani, alimentati principalmente dal trasferimento delle riserve in eccesso, costruiscono portafogli seguendo criteri maggiormente orientati alla massimizzazione del binomio rischio-rendimento-si osservi a titolo di esempio il caso delle *reserve investment corporations*.

Questo potrebbe comportare alcune conseguenze:

1. Una maggiore esposizione verso Paesi differenti dagli USA e dall'area Euro, le cui valute sono sovrappesate nella gestione delle riserve effettuata dalle Banche Centrali;
2. Una maggiore richiesta di strumenti finanziari a più elevato grado di rischio/rendimento emessi da Paesi non appartenenti all'area OCSE: in particolare si potrebbe verificare uno *switch* tra liquidità/obbligazioni denominate in dollari o euro ed *equity* (in particolare titoli

⁴³⁴ Si veda il paragrafo 1.2 per un'approfondita trattazione della gestione delle riserve in valuta attuata dalle Banche Centrali.

⁴³⁵ Beck e Fidora nel 2008 hanno stimato un totale di \$3032 miliardi di riserve in eccesso, calcolate come differenza tra le riserve in valuta estera e il valore massimo tra i tre mesi di importazioni e lo *stock* di debito estero a breve termine. Cfr BECK R., FIDORA M., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, 2008, cit., p. 14. Per maggiori approfondimenti sulle riserve in eccesso si rinvia al paragrafo 1.1.

azionari emessi da imprese operanti in Paesi emergenti), nel momento in cui le riserve in eccesso vengono trasferite nei SWFs.

3. Il minore interesse verso titoli di stato ed obbligazioni *corporate* emesse da USA o dall'area Euro, potrebbe comportare una crescente difficoltà di finanziamento del *deficit* di tali Paesi, con conseguenti ripercussioni sulla sostenibilità del debito.
4. La minore domanda di tali strumenti finanziari potrebbe avere come effetto una diminuzione dei prezzi e un rialzo dei rendimenti (l'effetto contrario potrebbe registrarsi con riferimento ai *bond* emessi dai Paesi emergenti).

I primi due punti sono analizzati in un contributo di Beck e Fidora⁴³⁶, nel quale gli autori hanno cercato di stimare i cambiamenti dei movimenti di capitale in ambito internazionale, ipotizzando un graduale trasferimento delle riserve in eccesso nei fondi sovrani.

L'analisi è stata condotta osservando *in primis* la composizione delle riserve in valuta gestite dalle Banche Centrali a fine 2007 e ipotizzando successivamente un portafoglio "*benchmark*" per i fondi sovrani, costituito in base alla capitalizzazione media globale-azionaria e obbligazionaria- degli ultimi 10 anni, coerentemente con le proposizioni del *Capital Asset Pricing Model* (come dimostra la tabella 11)

Tabella 11

Benchmark asset allocation per riserve in valuta e SWFs

	USA	Area Euro	Giappone	UK	Altri
<i>Asset allocation</i> riserve in valuta (in percentuale)					
Mercato azionario	0	0	0	0	0
Mercato obbligaz.	60.5	28.6	2.6	5.9	2.4
Portafoglio <i>benchmark</i> fondi sovrani secondo la capitalizzazione di mercato					
Mercato azionario	44.5	15.1	9.5	7.7	23.2
Mercato obbligaz.	41.7	24.9	15.9	4.3	13.2

Fonte: BECK R., FIDORA M., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, 2008, cit., p 15.

Dalla tabella si evince che, a fronte di un'assenza della componente azionaria e di un sovrappeso dell'area americana nella gestione delle riserve in valuta da parte delle Banche Centrali, nel caso in cui i fondi sovrani compongano il loro portafoglio secondo la capitalizzazione di mercato globale, si riscontrerebbe da un lato un minor peso dell'area americana- a vantaggio dell'area giapponese e

⁴³⁶ Cfr BECK R., FIDORA M., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, 2008, cit., pp 14-23.

degli altri mercati, che possono essere identificati nei mercati emergenti-, dall'altro un incremento della componente azionaria, rispetto a quella obbligazionaria.

Al fine di identificare un'eventuale cambiamento di direzione dei flussi di capitale verso aree geografiche differenti rispetto a quelle osservate con riferimento alla gestione delle riserve in valuta, gli autori, dopo aver stimato le potenziali riserve in eccesso dei principali Paesi emergenti (sia asiatici che medio-orientali)⁴³⁷, hanno applicato alle medesime i due diversi portafogli riportati nella tabella 11, e ne hanno calcolato le differenze, in modo tale da giungere alla determinazione dei flussi di capitale netti (tabella 12).

Tabella 12

Direzione dei flussi di capitale nel caso di trasferimento delle riserve in eccesso in SWFs

(USD miliardi)	USA	Area Euro	Giappone	UK	Altri	Totale
Mercato azionario	538	183	115	93	281	1209
Mercato obbligaz.	-1073	-413	210	-100	167	-1209
Totale	-534	-230	325	-7	447	

Fonte: BECK R., FIDORA M., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, 2008, cit., p 15.

La tabella 12 evidenzia come una riallocazione delle riserve in eccesso in fondi sovrani con un'*asset allocation* maggiormente aggressiva, secondo la capitalizzazione globale di mercato, produrrebbe deflussi netti di capitale dagli USA per oltre \$500 miliardi. L'elevata riduzione della domanda di titoli di stato americani sarebbe in parte compensata dall'incremento della richiesta di titoli azionari USA, che peraltro pesano circa il 45% della capitalizzazione azionaria globale.

La fuoriuscita di flussi di capitale riguarderebbe anche l'area Euro, la cui valuta è ancora sovrappesata nella gestione delle riserve effettuata dalle Banche Centrali: una fuoriuscita di capitali dal lato obbligazionario pari a oltre \$400 miliardi non sarebbe compensata da nuovi flussi in entrata pari a circa \$200 miliardi, derivanti dall'acquisto di titoli azionari.

Tali deflussi di capitale dagli USA e dall'Area Euro consentirebbero ai Paesi emergenti e al Giappone di acquisire rilevanti flussi di capitale in entrata (sia dal lato azionario che obbligazionario), dato il loro peso sempre maggiore nella capitalizzazione di mercato globale. Aggregando il Giappone con gli altri Paesi sviluppati (ovvero Usa e area Euro), è interessante

⁴³⁷ Gli autori hanno stimato un totale di \$3032 miliardi di riserve in eccesso, calcolate come differenza tra le riserve in valuta estera e il valore massimo tra i tre mesi di importazioni e lo *stock* di debito estero a breve termine. Per maggiori approfondimenti sulle riserve in eccesso si rinvia al paragrafo 1.1.

considerare come in caso di trasferimento di riserve in eccesso ai SWFs, vi sia una maggiore domanda di *asset classes* dei Paesi emergenti: circa \$280 miliardi di *equity* e \$160 miliardi di *bonds*⁴³⁸.

Ciò è peraltro coerente con la verifica empirica condotta in precedenza sull'*asset allocation* dei fondi sovrani, in cui è stato dimostrato che il maggior numero di transazioni è stato effettuato nei Paesi emergenti, se si escludono particolari periodi- come ad esempio l'anno 2008- in cui vi è stata una deviazione dai *trend* di base a causa di situazioni di tipo patologico, quali la crisi finanziaria riconducibile ai mutui *subprime*.

Come sottolineato all'inizio del paragrafo una minore esposizione verso i titoli di stato americani e dell'area Euro potrebbe comportare crescenti difficoltà nel finanziare i *deficit* delle due aree e porre conseguentemente problemi sulla sostenibilità del debito.

A tal proposito, Kern nel 2007⁴³⁹ ha evidenziato un potenziale "effetto sostituzione" rilevante in termini di *asset classes*, riferendosi principalmente al contesto cinese: dato che la Cina a fine 2007 deteneva una quota rilevante del debito degli USA, pari al 19% del totale delle esposizioni estere di *treasury* americani, ovvero circa \$420 miliardi⁴⁴⁰, e sottoscriveva costantemente le nuove emissioni di titoli di stato americani, un trasferimento delle riserve in eccesso in *China Investment Corporation* potrebbe comportare una modifica delle strategie di portafoglio e un orientamento verso *asset classes* a maggior grado di rischio/rendimento e a diversa esposizione valutaria.

Alberola e Serena⁴⁴¹ nel 2008 hanno trattato il ruolo dei fondi sovrani e delle riserve gestite dalle Banche Centrali prevalentemente in relazione alla copertura dei futuri fabbisogni finanziari americani. In particolare essi, ipotizzando una quota costante del portafoglio dei fondi sovrani investita in *assets* USA pari al 40% del totale dell'*asset under management*, hanno rilevato come gli *assets* americani detenuti dai SWFs siano passati da \$320 miliardi nel 2003 a \$997 miliardi nel 2007; ciò ha comportato un incremento della copertura dei fabbisogni finanziari americani da parte dei SWFs che dal 5% del totale nel 2003, hanno contribuito per circa il 28% nel 2007-la loro

⁴³⁸ Gli autori, oltre a questo scenario base propongono altri scenari, tra cui il reinvestimento delle riserve in eccesso non secondo la capitalizzazione del mercato, ma in accordo con la tradizionale composizione valutaria base delle riserve gestite dalle Banche Centrali, ma ciò non inficia l'esito della verifica empirica; in un altro scenario ipotizzano un'allocation delle riserve in eccesso solo nel mercato obbligazionario dell'area Euro e degli USA: ciò provocherebbe deflussi netti di capitale in quest'ultima area pari a circa \$140 miliardi, assorbiti interamente dal mercato obbligazionario europeo. Per maggiori approfondimenti si rinvia a BECK R., FIDORA M., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, 2008, cit., pp 15-16.

⁴³⁹ Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 2007, cit, pp 9-10.

⁴⁴⁰ Si ricorda che la Cina a fine 2007 deteneva riserve in valuta complessive pari a \$1,5 *trillion*, e quindi circa un terzo era investito in titoli di stato americani. Ad inizio 2011 le riserve in valuta estera detenute dalla Cina hanno superato i \$3 *trillion*, e l'ammontare detenuto di debito americano si è attestato su circa \$1,1 *trillion*, circa un terzo delle riserve complessive. Cfr <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center>.

⁴⁴¹ Cfr ALBEROLA E., SERENA J.M., "Reserves, SWFs and the Resilience of Global Imbalances", 2008, cit, pp 331-339.

importanza è stata sottolineata anche in termini qualitativi in quanto hanno finanziato le banche americane duramente colpite dalla crisi finanziaria.

I due autori successivamente, considerando non solo il contributo dei SWFs, ma anche delle riserve in valuta detenute dalle Banche Centrali (la somma delle due componenti dà origine ai “*sovereign external assets*”⁴⁴²), hanno stimato che il finanziamento del totale dei fabbisogni finanziari americani sia passato dall’80% nel 2003 al 135% nel 2007, con un contributo maggiore delle riserve (80%), rispetto al 20% dei SWFs; tale copertura è destinata ulteriormente a salire (in media nel periodo 2008-2012 al 154%), ipotizzando da un lato una crescita dell’*asset under management* dei fondi sovrani pari a \$400 miliardi annui e una costante allocazione delle risorse in *assets* americani pari al 40% del totale delle risorse gestite, dall’altro una crescita delle riserve ad un tasso pari alla media triennale (2005-2008) e un’allocazione in *assets* americani pari al 60% del totale delle stesse⁴⁴³.

L’altro aspetto connesso alla minore richiesta di titoli di stato Usa e dell’area Euro da parte dei fondi sovrani consiste nell’impatto sulla combinazione prezzo/rendimento: infatti una minore domanda potrebbe provocare una diminuzione del prezzo e un conseguente rialzo dei rendimenti degli stessi. Su questo tema però fino ad ora la letteratura non si è espressa; infatti diversi contributi hanno dimostrato che l’acquisto di titoli del tesoro americani da parte delle Banche Centrali estere ha provocato una riduzione dei rendimenti, nell’ordine di 50-100 *basis point*⁴⁴⁴, ma nessun studio ha esaminato l’impatto nei mercati obbligazionari di incrementi/riduzioni di domanda di titoli di stato da parte dei fondi sovrani.

Nei mercati azionari le analisi si sono invece limitate, come osservato nel paragrafo precedente, ad analizzare l’*extra-rendimento* conseguito in un breve arco temporale, successivamente all’acquisto di un ammontare rilevante di partecipazioni (“in blocchi”) dell’impresa *target* da parte dei SWFs, attraverso la tecnica degli *event-study*, ma non sono presenti verifiche empiriche che considerino strutturalmente l’effetto di una maggiore domanda di *equity* da parte dei veicoli di investimento governativi sugli stessi prezzi azionari.

Complessivamente è ragionevole attendersi un crescente impatto dei fondi sovrani nei mercati finanziari internazionali: considerando la continua crescita delle riserve in valuta, è ipotizzabile che

⁴⁴² Cfr ALBEROLA E., SERENA J.M., “Reserves, SWFs and the Resilience of Global Imbalances”, 2008, cit, p 315.

⁴⁴³ In realtà i due autori affiancano allo scenario base altri scenari che considerano, in ottica prudenziale, da un lato una minore incidenza degli investimenti effettuati negli USA da parte di SWFs e gestori delle riserve in valuta, dall’altro un maggiore trasferimento delle riserve in eccesso verso i veicoli di investimento governativi; ciò potrebbe modificare parzialmente la quantità di risorse finanziarie dei *sovereign external assets* destinate a copertura del futuro *deficit* americano, che comunque sarebbero sufficienti per far fronte ai fabbisogni finanziari degli USA. Cfr ALBEROLA E., SERENA J.M., “Reserves, SWFs and the Resilience of Global Imbalances”, 2008, cit, pp 338-339.

⁴⁴⁴ Cfr KRISHNAMURTHY A., VISSING-JORGENSEN A., “The demand for Treasury Debt”, 2007, *NBER Working Paper* 12881; WARNOCK F. E., WARNOCK V. C., “International Capital Flows and US Interest Rates”, 2006, *NBER Working Paper* 12560.

le riserve in eccesso vengano gradualmente trasferite nei SWFs incrementando il loro *asset under management* complessivo, ma provocando anche modifiche nei flussi di capitali internazionali. Infatti mentre la gestione delle riserve in valuta da parte delle Banche Centrali avviene prevalentemente investendo in titoli obbligazionari o liquidità denominata in euro o in dollari, un trasferimento delle riserve in eccesso nei fondi sovrani potrebbe comportare un orientamento verso attività finanziarie a maggior grado di rischio/rendimento e verso aree geografiche differenti. Si spiegherebbe in tal modo una maggiore domanda di titoli di debito e azionari dei Paesi emergenti, a fronte di deflussi di capitale dai Paesi sviluppati (area Euro e USA).

Sembra però che tali fuoriuscite di capitali non pongano problemi eccessivi di finanziamento del *deficit* americano, dato che le riserve in valuta sono principalmente investite in dollari. Dal lato dell'impatto della minore domanda di titoli di stato americani da parte dei fondi sovrani sui prezzi e sui rendimenti degli stessi, per ora la comunità scientifica non si è espressa, così come non sono stati verificati gli effetti di un incremento della domanda di strumenti finanziari dei Paesi emergenti da parte dei medesimi veicoli di investimento governativi.

Capitolo 3

Profili regolamentari dei Fondi Sovrani

3.1 Le problematiche dei Fondi Sovrani

La rapida crescita dei fondi sovrani negli ultimi anni sia in termini di numero di fondi che di *asset under management* e la modifica delle strategie di investimento di particolari categorie di SWFs verso l'acquisizione di *asset classes* a maggior grado di rischio-rendimento, non sono state associate ad una formulazione di una disciplina complessiva da parte delle istituzioni internazionali, che possa regolamentare i fondi sovrani in qualità di peculiari investitori istituzionali.

I SWFs infatti presentano alcuni aspetti critici che potrebbero generare reazioni protezionistiche da parte di alcuni Stati⁴⁴⁵ ed in tal modo inficiare alcuni principi stabiliti dall'OECD⁴⁴⁶, quali la libera circolazione dei capitali e l'apertura dei mercati nazionali agli investimenti esteri.

Le principali problematiche che emergono dall'analisi dei fondi sovrani e che potrebbero comportare la richiesta di un rafforzamento regolamentare, possono essere raggruppate in tre ambiti⁴⁴⁷:

1. La natura pubblica di tali veicoli di investimento;
2. Il loro impatto nei mercati finanziari;
3. La mancanza di trasparenza.

La natura pubblica dei fondi sovrani comporta differenti criticità riconducibili *in primis* all'intervento degli Stati sovrani nell'economia, e nello specifico, all'acquisizione di partecipazioni pubbliche in imprese private⁴⁴⁸. Infatti, come sottolinea Bassan⁴⁴⁹, i veicoli di investimento sovrani potrebbero “*riproporre lo spettro di una nuova forma di 'capitalismo statale', mediante cui i governi che investono potrebbero utilizzare risorse pubbliche per acquisire partecipazioni in*

⁴⁴⁵ Cfr HILDEBRAND P., *The challenge of sovereign wealth funds*, International Center for monetary and Banking studies, Ginevra, dicembre 2007, pp 1-8.

⁴⁴⁶ Cfr OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, 2008, cit, pp 1-7.

⁴⁴⁷ Tali problematiche devono essere inquadrare da un lato all'interno della rilevante crescita dei fondi sovrani avvenuta negli ultimi, sia in termini assoluti, sia in termini relativi, avendo come riferimento gli altri investitori istituzionali, dall'altro in relazione ai meccanismi con cui sono stati costituiti in alcuni Paesi, che generano squilibri di ordine macroeconomico. Come sottolinea Kimmitt nel 2008: “*Two points, however, are inescapable regardless of the metric. The first is that SWFs are already large enough to be systemically significant. The second is that they are likely to grow larger over time, in both absolute and relative terms, which calls for a discussion of the issues this growth may rise for the international financial system. The first issue to consider is whether the formation of SWFs perpetuates undesirable underlying macroeconomic and financial policies. Clearly, it is critical that noncommodity funds, made up of excess reserves accumulated through exchange-rate interventions, not use SWFs as a mechanism simply to accumulate more foreign assets in an effort keep the currency from appreciating*”. Cfr KIMMITT R.M., “Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy”, 2008, cit, p 122.

⁴⁴⁸ Cfr KIMMITT R.M., “Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy”, 2008, cit, pp 123-124

⁴⁴⁹ Cfr BASSAN F., “Una regolazione per i fondi sovrani”, *Mercato, concorrenza, regole*, cit, 2009, pp 101-102.

*imprese estere*⁴⁵⁰”. L’intervento dello Stato da un lato potrebbe generare un’inversione di tendenza nel processo di privatizzazione dei sistemi economici che sembra delinarsi negli ultimi anni nella maggior parte dei sistemi economici a livello mondiale⁴⁵¹, dall’altro pone alcuni dubbi su una minore efficienza allocativa delle risorse da parte dei veicoli di investimento pubblici rispetto a quelli privati⁴⁵². Se la mancanza di capacità gestionale ad esempio ha portato al conseguimento di ingenti perdite e alla successiva chiusura del fondo di stabilizzazione dell’Ecuador e del *Petroleum Special Trust Fund* nigeriano⁴⁵³, l’acquisizione di partecipazioni estere potrebbe generare problemi soprattutto se si verificano alcune condizioni⁴⁵⁴:

1. se le partecipazioni acquisite sono rilevanti e pertanto consentono il controllo delle imprese partecipate⁴⁵⁵;
2. se le imprese *target* operano in settori strategici;
3. e se l’obiettivo principale dell’investimento non è di natura finanziaria, ma politica.

Con riferimento al primo punto, si può osservare come, sulla base della verifica effettuata⁴⁵⁶, la percentuale media delle partecipazioni acquisite vari in relazione al campione di fondi sovrani e di transazioni prese in considerazione; nel complesso però sembra che i fondi sovrani non siano

⁴⁵⁰ Tra gli autori che sostengono questa impostazione si possono citare ad esempio GILSON R.J., MILHAUPT C. J., *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Merchantilism*, cit, 2008, p 13.

⁴⁵¹ Cfr CHIARLONE S., *Accumulazione di riserve e costituzione di fondi sovrani*, in *Osservatorio Monetario*, 2008, cit , p 27.

⁴⁵² Cfr KIMMITT R.M., “Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy”, 2008, cit, p 124.

⁴⁵³ Cfr BERTONI F., *Fondi sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale: stepping stones o stumbling blocks?*, in *Osservatorio Monetario*, cit, 2008, p 34.

⁴⁵⁴ Come sottolinea Drezner, il controllo diretto di imprese è una delle modalità con cui i SWFs possono influenzare le scelte politiche dei Paesi che ricevono gli investimenti, ma non l’unica: questi ultimi potrebbero “*sabotare le imprese che acquisiscono così da stroncare le potenzialità dei Paesi in cui investono. Un’altra opzione è utilizzare l’acquisizione di imprese come uno strumento di trasferimento di tecnologia..un’altra modalità con cui potrebbe essere esercitata una leva politica è la minaccia del disinvestimento*”; inoltre i fondi sovrani potrebbero investire in determinati Paesi per ottenere concessioni di natura politica; ad esempio “*la State Administration of Foreign Exchange (SAFE) cinese ha acquistato 300 milioni di dollari di obbligazioni del Costa Rica (oltre ad aver elargito 150 milioni di dollari di aiuti vincolati) a condizione che il Costa Rica passasse dal riconoscimento di Taiwan al riconoscimento del governo di Pechino. Il Costa Rica ha rispettato tale condizionalità*”. Di natura prettamente politica è la preoccupazione che le partecipazioni in imprese finanziarie e non finanziarie occidentali siano detenute prevalentemente da Paesi autocratici, come è evidenziato da un rapporto sui fondi sovrani prodotto in Francia- preoccupazione peraltro smentita dalla maggioranza delle verifiche empiriche condotte. Cfr DREZNER D.W., *Fondi sovrani e potere economico nella politica mondiale*, in *Osservatorio Monetario*, 2008, cit, pp 67-70; *Rapport d’information sur les fonds souverains, révélateurs de nos propres faiblesses*, Assemblée Natonale, giugno 2008, p 18.

⁴⁵⁵ Vi è un altro problema annesso a tale punto, ovvero l’acquisizione di partecipazioni da parte di veicoli di investimento privati, legati o affiliati ai fondi sovrani non soggetti a rigorosi processi di *review* da parte delle autorità competenti del Paese *host*. Come sottolineano Gilson e Milhaupt nel 2008: “*The current controversy over SWFs, and our attention here, concerns a second kind of equity investment: the acquisition of significant, but non-controlling, stakes in domestic companies by portfolio investors affiliated with foreign governments*”. Cfr GILSON R.J., MILHAUPT C. J., *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Merchantilism*, cit, 2008, p 7.

⁴⁵⁶ Si rimanda alla trattazione del rapporto tra fondi sovrani e *corporate governance* dell’impresa partecipata.

interessati all'acquisizione di quote di maggioranza assoluta⁴⁵⁷ in imprese che hanno sede in Paesi membri dell'OECD, mentre tale propensione sembra più spiccata con riferimento alle partecipazioni in imprese domestiche.

Maggiormente problematiche appaiono le acquisizioni di partecipazioni in imprese operanti in settori strategici, come ad esempio il settore tecnologico, finanziario ed energetico, le quali potrebbero da un lato essere finalizzate al trasferimento di *know how* tecnologico dai Paesi sviluppati ai Paesi in cui hanno sede i SWFs⁴⁵⁸, al fine di accelerarne il processo di apprendimento, dall'altro potrebbero avere come obiettivo l'accesso a risorse naturali nei Paesi destinatari dell'investimento⁴⁵⁹, in particolare se il fondo persegue obiettivi di natura politica. Questo potrebbe generare problemi di sicurezza nazionale⁴⁶⁰ in particolare se le acquisizioni interessano l'industria della difesa, dell'alta tecnologia, le infrastrutture pubbliche o il settore bancario⁴⁶¹.

A tal riguardo possono essere citati i tentativi di acquisizione da parte della *China National Offshore Oil Corporation (CNOOC)*- nel presente lavoro rientrante nella categoria delle *state owned enterprise*- della compagnia petrolifera statunitense *Union Oil Company of California (UNOCAL)* nel 2005 e da parte di *Dubai Ports World* (controllata del fondo sovrano *Dubai World*) della compagnia inglese *Peninsular and Oriental Steam Navigation Company (P&O)* che possedeva la gestione di sei porti negli USA nel 2006⁴⁶².

⁴⁵⁷ Bortolotti nel 2009 e Knill nel 2009 hanno riscontrato una partecipazione media al capitale sociale di circa il 20%, mentre Fernandes nel 2009 ha riscontrato una partecipazione media dello 0,74%. Cfr BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, 2009, cit, p 16; KNILL A., LEE B.S., MAUCK N., 'Sleeping with the Enemy' or 'An Ounce of Prevention': *Sovereign Wealth Fund Investments and Market Destabilization*, 2009, cit, p 14, working paper disponibile sul sito <http://ssrn.com>; FERNANDES N., *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World*, cit., p 12.

⁴⁵⁸ Cfr BERTONI F., *Fondi sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale: stepping stones o stumbling blocks?*, in *Osservatorio Monetario*, cit, 2008, p 34.

⁴⁵⁹ Cfr BASSAN F., "Una regolazione per i fondi sovrani", *Mercato, concorrenza, regole*, cit, 2009, p 102.

⁴⁶⁰ Cfr KIMMITT R.M., "Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy", 2008, cit, pp 123: "The third and perhaps most critical set of issues relates to SWF investment that involves taking active control of private firms. The most obvious consideration is national security. As with any form of foreign investment, countries on the receiving end of SWF investment need to ensure that national security concerns are addressed, without unnecessarily limiting the benefits of an open economy".

⁴⁶¹ Cfr GILSON R.J., MILHAUPT C. J., *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Merchantilism*, cit, 2008, p 9: "...national security concerns anchor one end of a continuum of issues concerning when the interests of a foreign government may differ from those of an ordinary shareholder. To illustrate the point, critics of the Abu Dhabi investment in AMD expressed concern about industrial espionage, not just national security. Similarly, consider SWFs rapid infusion of capital into U.S. commercial and investment banks in the wake of the subprime writedowns".

⁴⁶² Leggermente differente è il caso dell'acquisizione nel 2007 da parte di due controllate di Temasek (Singapore Telecommunication e Singapore Technologies Telemedia) della quota di maggioranza relativa dei due principali operatori della telefonia mobile in Indonesia (Telkomsel e Indosat) in un periodo di profonda crisi economica del Paese asiatico. I due operatori della telefonia mobile controllavano circa l'80% del mercato, pertanto l'antitrust indonesiano ha condannato Temasek per comportamento lesivo della concorrenza, e ha costretto le due controllate di Temasek a vendere le partecipazioni acquisite. Per maggiori approfondimenti si rinvia a GOLDSTEIN A., *Temasek: fondo sovrano o reincarnazione dell'IRI nello stretto di Malacca?*, in *Osservatorio Monetario*, 2008, cit, p 60.

Nel primo caso, dopo una rigorosa fase di *due diligence*, il CFIUS (*Committee for Foreign Investment in the United States*), ovvero il Comitato predisposto alla valutazione degli Investimenti esteri negli Stati Uniti⁴⁶³, ha espresso parere negativo sull'operazione e il Presidente in carica ha bloccato l'acquisizione, considerando il settore petrolifero di importanza strategica e ritenendo che l'eventuale controllo da parte di una *state owned enterprise* cinese di un'impresa americana operante in un settore strategico, potesse comportare rilevanti rischi per la sicurezza nazionale. Di conseguenza l'offerta di CNOOC fu ritirata e UNOCAL fu acquisita da Chevron.

Con riferimento a *Dubai Ports World*, la controllata del fondo sovrano arabo aveva già acquisito sei porti americani gestiti da P&O, per poi doverli rivenderli ad una divisione di *American International Group (Global Investment Group)*, in seguito all'opposizione del CFIUS, che considerava i porti come infrastrutture sensibili, in grado di regolare i flussi di accesso al Paese, e pertanto un controllo estero avrebbe potuto comportare una minaccia alla sicurezza nazionale.

Le criticità sopra delineate potrebbero essere esacerbate soprattutto se le finalità perseguite dai fondi sovrani fossero di natura politica e non volte alla massimizzazione del binomio rischio/rendimento⁴⁶⁴: nella verifica empirica condotta ai fini del presente lavoro si è peraltro evidenziato come, almeno nel breve periodo, in alcune circostanze i fondi sovrani hanno deviato rispetto alle logiche di costruzione di un portafoglio coerente con i loro macro-obiettivi di carattere istituzionale, perseguendo finalità di natura non strettamente finanziaria.

Dal lato dell'impatto dei fondi sovrani nei mercati finanziari, alcuni autori⁴⁶⁵ hanno sottolineato il potenziale effetto destabilizzante riconducibile a tali investitori istituzionali che potrebbe derivare da almeno tre componenti: l'eventuale orientamento al breve termine associato ad un'ottica speculativa, la presenza di fenomeni imitativi "*herding effect*", l'elevato grado di *leverage*.

Se si parte dall'analisi del primo punto le preoccupazioni derivano principalmente dal raffronto con altri investitori istituzionali, quali gli *hedge funds*, che, nel passato, adottando strategie di carattere

⁴⁶³ L'istituzione e la funzione del CFIUS verranno trattate successivamente nel capitolo.

⁴⁶⁴ Cfr WEISS M.A., *Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress*, 2008, cit., p 14: "While the ostensible goal of SWF investment is long-term value creation, government control could mean that a SWF may be motivated by non-commercial considerations in its investment decisions".

⁴⁶⁵ Tra essi si può citare Kern nel 2007, Kimmitt nel 2008, il quale esprime le preoccupazioni sorte a livello globale in tal modo: "Since SWFs are an outgrowth of domestic and International economic and financial policies, it makes sense to consider them in terms of their potential impact on financial stability", ma anche la Commissione Europea nella comunicazione al Parlamento Europeo del febbraio 2008: "Yet, as state-owned investment vehicles some can raise questions about the risk that these investments may interfere with the normal functioning of market economies". Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, 2007, cit, pp 10-11; KIMMITT R.M., "Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy", 2008, cit, p 122; *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee of the Regions*, 27/2/2008, p 3.

fortemente speculativo, hanno provocato effetti destabilizzanti, sfociati in crisi che hanno talvolta assunto una dimensione sistemica⁴⁶⁶.

Nel caso dei fondi sovrani si possono citare effetti destabilizzanti derivanti ad esempio dall'investimento effettuato da Temasek in Tailandia e dal massiccio disinvestimento del *Government-Pension Fund Global* in Islanda. Con riferimento al fondo di Singapore, si ritiene che nel 2006 il *takeover* di una società di telecomunicazioni thailandese, la *Shin Corporation*, di proprietà dell'allora primo ministro Thaksin Shinawatra, abbia contribuito all'esplosione di una crisi politica, sfociata nel colpo di stato militare avvenuto nel settembre 2006, evento che ha comportato un ulteriore rallentamento economico del Paese⁴⁶⁷. Ma anche in ambito europeo l'ingente dismissione di partecipazioni da parte del fondo sovrano norvegese nel settore bancario islandese ha provocato una forte recessione nell'economia del Paese, fino a condurlo alla richiesta di aiuti ad organismi internazionali⁴⁶⁸.

Quest'ultimo esempio è fondamentale per comprendere il secondo elemento connesso al potenziale effetto destabilizzante riconducibile ai fondi sovrani, relativo alla presenza di fenomeni imitativi, noti come "*herding instinct*"⁴⁶⁹, o "effetto gregge": sembra infatti che la cessione di partecipazioni nel settore bancario islandese da parte del fondo sovrano norvegese sia stata imitata da altri investitori istituzionali, e ciò ha contribuito a destabilizzare il sistema finanziario islandese. In generale una determinata transazione effettuata da un SWFs potrebbe produrre un'elevata volatilità nei prezzi di mercato dell'attività finanziaria oggetto di interesse, grazie a effetti imitativi; tale "effetto gregge" potrebbe infatti tradursi in eccessivi movimenti di capitale che potrebbero produrre

⁴⁶⁶ Cfr DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, 2009, cit, p 26. Si ricordi ad esempio la crisi monetaria del 1992 inizialmente riconducibile alla strategia adottata dal gestore dell'*hedge fund Quantum Fund*, George Soros, il quale, ipotizzando la non tenuta del Sistema Monetario Europeo, vendette allo scoperto oltre 10 miliardi di dollari di sterline, assumendo contemporaneamente posizioni lunghe per circa 6 miliardi di dollari in marchi e per un importo di poco inferiore in franchi. In tal modo ha costretto la Banca d'Inghilterra a far uscire la sterlina dal SME; oppure si faccia riferimento al quasi fallimento del *Long-Term Capital Management* nel 1998, *hedge fund* che operava nel *fixed-income arbitrage* (vendendo titoli di stato a bassi rendimenti quali i tedeschi e acquistando titoli di stato a più elevati rendimenti quali quelli italiani e spagnoli), il cui salvataggio è stato coordinato dalla *Federal Reserve* a fine 1998, dopochè la crisi russa aveva determinato un consistente *fly to quality*, che ha negativamente impattato sulle posizioni detenute dall'*hedge fund*. Per ulteriori approfondimenti si veda PIA P. (a cura di), *Hedge Funds: fondi di copertura o fondi speculativi*, 2002, cit, pp 5-8 e pp 141 ss.

⁴⁶⁷ Successivamente all'operazione infatti si temette che l'investimento fosse effettuato per finalità di elusione fiscale. Ciò comportò la perdita di consensi dell'allora primo ministro e il successivo sollevamento dopo un *golpe* militare. Per un ulteriore approfondimento degli eventi connessi al *takeover* di Temasek su *Shin Corporation* si rinvia a GOLDSTEIN A., *Temasek: fondo sovrano o reincarnazione dell'IRI nello stretto di Malacca?*, in *Osservatorio Monetario*, 2008, cit, p 60.

⁴⁶⁸ Cfr DREZNER D.W., *Fondi sovrani e potere economico nella politica mondiale*, in *Osservatorio Monetario*, 2008, cit, p 65.

⁴⁶⁹ A tal riguardo si esprime in tal modo Kern nel 2007: "*It cannot be excluded that an individual transaction undertaken by one SWF may lead to herding behaviour by other market participants, resulting in excessive capital movement and price and rate changes for the security concerned as well as- if contagion effect occurs- for correlated assets. In extremis, such herding behaviour can destabilise regional or segmental parts of the financial industry or even financial markets at a global scale*". Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 2007, cit, p 11.

da un lato effetti contagiosi su *assets* correlati, dall'altro potrebbero “destabilizzare l'industria finanziaria, a livello regionale o di segmenti di attività, o addirittura arrivare a destabilizzare i mercati finanziari su scala globale⁴⁷⁰”.

Un altro elemento che potrebbe impattare sulla stabilità dei mercati finanziari è il potenziale utilizzo di leva finanziaria da parte dei fondi sovrani⁴⁷¹: come analizzato in precedenza⁴⁷², la comunità scientifica fino ad ora non si è occupata del potenziale impatto sui mercati finanziari dell'utilizzo di un elevato grado di *leverage* da parte dei SWFs, dato che è opinione prevalente che tali investitori istituzionali siano privi di passività esplicite. Nel presente lavoro si è dimostrato come i fondi sovrani possano raccogliere risorse finanziarie anche attraverso emissioni obbligazionarie (come nel caso di *Temasek*) ed abbiano compiuto un numero consistente di operazioni di *leveraged finance*-elemento peraltro che li assimila ai fondi di *private equity*⁴⁷³. In situazioni di crisi finanziaria ciò potrebbe avere effetti destabilizzanti nei mercati sia se si verificano operazioni di *deleveraging*, con conseguente massiccia dismissione di attività finanziarie, sia se vi è un'effettiva incapacità di far fronte al servizio del debito, come è stato dimostrato nel 2009 con riferimento alla richiesta di moratoria da parte di *Dubai World*, fondo sovrano di Dubai che deteneva passività per oltre \$60 miliardi.

Per ciò che riguarda il terzo punto, ovvero la mancanza di trasparenza, data la criticità della problematica, si ritiene opportuna la trattazione in un successivo paragrafo.

⁴⁷⁰ Cfr OSSERVATORIO EUROPEAN BANKING REPORT, *Fondi Sovrani: ruolo, prospettive di sviluppo e posizione dei principali paesi e organismi internazionali*, 2008, cit, p 17.

⁴⁷¹ Si ricorda che l'utilizzo di elevati livelli di leva finanziaria da parte di banche ed investitori istituzionali è stato uno degli elementi che ha contribuito l'emergere della crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*; le successive operazioni di *deleveraging* da parte dei medesimi investitori sono continuate nel corso degli anni, anche durante la crisi finanziaria originata dai debiti sovrani. Sironi, con riferimento alla crisi finanziaria riconducibile ai mutui *subprime*, si esprime in tal modo: “...di fronte alla facilità di ottenere finanziamenti a un costo relativamente contenuto, le imprese hanno accresciuto in misura rilevante il proprio grado di indebitamento, gli individui hanno incrementato investimenti immobiliari e consumi mediante il ricorso all'indebitamento bancario, i fondi di *private equity* hanno concluso operazioni di acquisizione caratterizzate da un elevato rapporto fra capitale di debito e capitale di rischio, così come peraltro i fondi *hedge* operavano con elevata leva finanziaria, privi di alcuna regolamentazione, rendendo possibile il finanziamento di operazioni straordinarie. E' questo il primo dei quattro elementi di fragilità che hanno favorito l'emergere della crisi”. Cfr SIRONI A., “La crisi finanziaria internazionale un anno dopo: quali lezioni per le banche e le autorità di vigilanza”, *Economia & Management*, 2008, n 5, p 4.

⁴⁷² Si rimanda al paragrafo 1.5 del presente lavoro ai fini di una completa trattazione.

⁴⁷³ L'assenza di esplicita rendicontazione pubblica di tali operazioni potrebbe costituire elemento ancor più preoccupante, data la difficoltà di stima delle effettive passività detenute da un fondo sovrano. Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 2007, cit, p 11.

3.2 Gli indicatori di trasparenza dei Fondi Sovrani

Tra le problematiche enunciate nel presente lavoro, la mancanza di trasparenza è forse l'aspetto che desta maggiore preoccupazione per i Paesi destinatari degli investimenti e che ha contribuito ad una sempre maggior richiesta di una regolamentazione complessiva del fenomeno. La Commissione Europea sottolinea come “*a more specific concern raised by SWF investment in equities relates to the opaque way in which some SWFs function*”⁴⁷⁴, ma anche i membri del Congresso degli Stati Uniti condividono la medesima preoccupazione, che il senatore Evan Bayh esprime in tal modo: “*a lack of transparency that characterizes many sovereign wealth funds undermines the theory of efficient markets at the heart of our economic system*”⁴⁷⁵.

La mancanza di *disclosure* sembra caratterizzare i fondi sovrani sia in termini assoluti che relativi: in termini assoluti, un rilevante numero di veicoli di investimento governativi non diffonde informazioni in merito ad ammontare di *asset under management*, politiche di gestione del portafoglio, obiettivi di investimento, *performance* conseguite, comportamento che peraltro rispecchia la gestione delle riserve in valuta effettuata dalle Autorità Monetarie e le modalità dei gestione in senso lato della ricchezza da parte degli Stati Sovrani⁴⁷⁶; anche in termini relativi, ovvero rispetto ad investitori istituzionali come fondi comuni di investimento e fondi pensione le informazioni fornite sono scarse, data l'assenza di obblighi informativi per i veicoli di investimento governativi. Kern nel 2007 evidenzia come persino rispetto agli *hedge funds*, entità che spesso hanno sede *off-shore* e che sono caratterizzate da una regolamentazione non invasiva, i fondi sovrani siano caratterizzati da una maggiore opacità sia con riferimento a singole entità, sia al settore nel suo complesso⁴⁷⁷.

Il grado complessivo di trasparenza dei fondi sovrani viene valutato attraverso tre indicatori costruiti dalla comunità scientifica, di cui due, i più comunemente utilizzati a livello internazionale, considerano tutti i principali fondi sovrani, mentre uno considera i fondi sovrani dell'area del Golfo Persico:

⁴⁷⁴ Cfr *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee of the Regions*, 2008, cit, p 5.

⁴⁷⁵ Cfr WEISS M.A., *Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress*, 2008, cit., p 12.

⁴⁷⁶ A tal riguardo si esprime Kern nel 2007: “*The probability of herding behaviour and contagion is aggravated by the fact that SWFs are comparatively opaque entities. To be sure, state investment bodies have never been famous for their transparency, as the notorious secretiveness of central banks over their reserves management suggests*”. Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 2007, cit, p 11.

⁴⁷⁷ Cfr KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 2007, cit, p 11: “*But, even if compared to hedge funds, which as off-shore entities are generally not subject to financial regulation or comparable reporting requirements and have therefore been criticized in the past from various sides for lacking transparency, very little information is available on the SWF industry as a whole as well as on single SWF vehicles*”.

1. Lo *scoreboard*, ovvero un punteggio con cui vengono valutati i fondi sovrani, costruito da Truman in più fasi⁴⁷⁸.
2. Il *Linaburg-Maduell Transparency Index*, realizzato dai due autori da cui l'indice prende il nome, membri del *Sovereign Wealth Fund Institute*⁴⁷⁹.
3. Il *Web Site disclosure Index* elaborato da Dell'Atti e Miglietta nel 2009⁴⁸⁰.

L'indicatore proposto da Truman, che cerca di misurare in termini quali-quantitativi il grado di trasparenza associato a singoli SWFs, viene elaborato in due fasi successive:

- *In primis* vi è la predisposizione di uno schema (*blueprint*) che consenta l'individuazione di una serie di *best practice* adottate dai fondi sovrani.
- Successivamente l'autore ha cercato di misurare il grado di aderenza alle medesime *best practice* da parte di ciascun fondo sovrano. In una prima versione dell'indicatore sono stati indagati 32 SWFs appartenenti a 28 Paesi differenti⁴⁸¹, per poi allargare l'analisi a 44 SWFs⁴⁸², di cui 10 sono *Sovereign Pension Reserve Funds* e *Social Security Reserve funds*, mentre la parte rimanente sono fondi di stabilizzazione, di risparmio e *reserve investment corporation*.

L'identificazione delle 33 *best practices* deriva da un'indagine di differenti aspetti inerenti la costituzione e le modalità gestionali dei SWFs, basata esclusivamente su informazioni pubbliche, sistematiche e continuativamente disponibili⁴⁸³. Tali aspetti, ai fini della costruzione del modello, vengono raggruppati in quattro categorie:

- a) La struttura del fondo: all'interno di tale categoria si cercano di identificare gli obiettivi del fondo di carattere macro-istituzionale, le modalità di *funding*, le strategie di investimento, la presenza di criteri oggettivi che consentano di stabilire le condizioni che si devono verificare affinché vengano prelevate risorse finanziarie dal fondo sovrano, l'eventuale separazione dalla gestione delle riserve in valuta.
- b) La *governance*: gli indicatori di *governance* riguardano tipicamente il ruolo che ha il governo nel definire le strategie di investimento del fondo sovrano e il rapporto tra governo e gestore del fondo –che può essere anche esterno- nelle decisioni di investimento, ma anche

⁴⁷⁸ Cfr TRUMAN E., *Sovereign Wealth Funds: The Need for Greater Transparency and Accountability*, cit, 2007, pp 1-9; TRUMAN E.M., *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds*, Peterson Institute for International Economics, 2007, pp 1-15; TRUMAN E.M., *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, cit, 2008, pp 1-21;

⁴⁷⁹ Cfr <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>.

⁴⁸⁰ Cfr DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, 2009, cit, pp 51-61.

⁴⁸¹ Cfr TRUMAN E.M., *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds*, cit, 2007, p 1.

⁴⁸² Cfr TRUMAN E.M., *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, cit, 2008, p 1.

⁴⁸³ A tal riguardo si esprime Truman: "In general, we require that the SWF produce an ongoing flow of systematic information. Consequently, for some SWF more is known about them than is reflected in our scoring, but that information is anecdotal and occasional rather than systematic and regular. In our view, it is not sufficient that an individual SWF provides information in ad hoc interviews with the press as has been done, for example, by the Government of Singapore Investment Corporation and the Abu Dhabi Investment Authority". Cfr TRUMAN E.M., *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds*, cit, 2007, p 2.

il rispetto e l'applicazione di linee guida sulla responsabilità sociale e sugli investimenti etici.

- c) La trasparenza e l'*accountability*: all'interno di tale aggregato verranno verificati la predisposizione e la diffusione di *Annual Reports* e *Quarterly Reports* con informazioni inerenti le attività svolte dal fondo sovrano e le performance conseguite, la presenza di informazioni aggiornate sull'*asset under management*, sull'*asset allocation* strategica, geografica e settoriale, sugli strumenti finanziari oggetto di investimento, sulla composizione valutaria e sull'attività di *audit* indipendenti.
- d) Il comportamento (*behaviour*): qui vengono indagate decisioni specifiche in materia di gestione del portafoglio, come l'utilizzo di vendite allo scoperto e di strumenti derivati, la presenza di elevati livelli di leva finanziaria, l'eventuale presenza di limiti massimi in relazione all'acquisizione di partecipazioni azionarie o di quote di controllo di imprese nazionali o estere⁴⁸⁴.

Al fine di rendere tale modello di carattere quantitativo, Truman verifica l'aderenza alle 33 *best practices* ponendo una domanda per ogni elemento indagato e attribuendo un punteggio (il cui *range* è da 0 a 1)⁴⁸⁵, in relazione al grado di conformità dimostrato dal singolo SWF. La tabella 13 raffigura i punteggi-normalizzati su scala percentuale- ottenuti dai principali SFWs. Più un singolo fondo si avvicina al 100%, maggiore è il grado di aderenza alle *best practices* individuate.

Tabella 13

Scoreboard di Truman per i principali fondi sovrani (pensionistici e non pensionistici) in percentuale al valore massimo possibile per ogni categoria

Fondo	Struttura	Governance	Trasparenza	Comportamento	Totale
<i>Non pension SWFs</i>					
Alaska Permanent Fund	100	80	100	83	94
Govt Pension Fund-Global	94	100	100	67	92
Alberta Heritage Savings Trust Fund (Canada)	94	60	79	50	74

⁴⁸⁴ Per ulteriori approfondimenti sulle quattro categorie oggetto di indagine si rinvia a TRUMAN E.M., *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, cit, 2008, pp 6-13.

⁴⁸⁵ In termini assoluti il massimo punteggio ottenibile risulterebbe pari a 33, derivante dalla somma di 8 per gli elementi che compongono la struttura del fondo, 5 per la *governance*, 14 per trasparenza e *accountability*, 6 per il comportamento. La normalizzazione su scala da 0 a 100 rende più agevole il raffronto in termini relativi. Cfr TRUMAN E.M., *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, cit, 2008, p 6.

Economic and Social Stabilization Fund (Cile)	94	60	82	17	70
Pula Fund (Botswana)	69	60	54	33	55
Korea Investment Corporation	75	60	45	25	51
Oil & Gas Fund (Russia)	72	40	50	33	51
Kuwait Investment Authority	75	80	41	0	48
Temasek Holdings	50	50	61	0	45
GIC Singapore	63	40	39	17	41
China Investment Corporation	50	50	14	17	29
State General Reserve Fund (Oman)	50	0	18	0	20
Brunei Investment Agency	31	0	25	0	18
Mubadala Development Company	44	10	7	0	15
Istithmar World (Dubai)	38	10	7	0	14
Qatar Investment Authority	34	0	2	0	9
Abu Dhabi Investment Authority	25	0	4	8	9
Media di tutti i <i>non-pension</i> SWFs considerati da Truman	68	41	44	25	46
<i>Pension SWFs</i>					
New Zealand Superannuation Fund	100	100	100	75	95
California Public Employees' Retirement System (USA)	100	100	96	67	92
National Pension Reserve Fund (Irlanda)	100	100	86	58	86
Australia Future Fund	100	80	68	83	80
Media di tutti i pension SWFs considerati da Truman	100	91	87	73	88
Media totale	75	52	54	36	55

Fonte: TRUMAN E.M., *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, 2008, cit, p 7.

Dalla tabella emerge che in media lo *scoreboard* ottenuto dai fondi sovrani risulta essere deludente, dato che poco più della metà delle *best practices* (il 55%) sono adottate dai fondi; tale percentuale è peraltro influenzata dall'elevato punteggio ottenuto dai *non-pension SWFs* (88%), i quali, si ricorda, ai fini del presente lavoro non sono considerati tutti fondi sovrani secondo la definizione adottata, ma solo i *Sovereign Pension Reserve Funds*⁴⁸⁶. Questo se da un lato dimostra che i fondi sovrani pensionistici hanno un grado di aderenza alle *best practices* maggiore, dall'altro evidenzia che i fondi sovrani di stabilizzazione e di risparmio e le *reserve investment corporations* non hanno totalizzato punteggi soddisfacenti: infatti il 46% sta ad indicare che meno della metà dei fondi sovrani non-pensionistici forniscono le informazioni richieste per ogni categoria considerata.

Concentrando l'analisi sulle singole aree oggetto di indagine relativamente ai *non-pension SWFs*, il maggiore punteggio medio (68%) è ottenuto dalla categoria denominata struttura. Tale risultato può essere interpretato nel seguente modo: i fondi sovrani forniscono circa i due terzi delle informazioni relative agli obiettivi di carattere macro-istituzionale, alle modalità di *funding* e alle strategie di investimento⁴⁸⁷. In dettaglio tra le componenti di tale voce, i SWFs sembrano fornire minori informazioni in relazione alle modalità con cui vengono utilizzati eventuali utili realizzati (54%) e in relazione alle strategie di investimento (60%)⁴⁸⁸.

Con riferimento alla *governance*, il cui punteggio medio è 41%, mentre sembrano essere identificabili il ruolo del governo (63%) e dei gestori (72%) all'interno del fondo, meno chiarezza è fatta sull'effettiva indipendenza dei gestori (in particolare se interni, pari al 47%), mentre solo due fondi adottano linee guida sulla responsabilità sociale, ovvero *Alaska Permanent Fund* e *Government Pension Fund-Global*. Il rispetto di *ethical guidelines* è perseguito solo dal 9% dei fondi non-pensionistici.

Relativamente alla trasparenza ed *accountability*, il cui *score* medio totalizzato è pari al 44%, vi è da evidenziare come solo circa la metà dei fondi sovrani (53%) pubblicano un *Annual Report*, valore che diminuisce al 38% se si considera la predisposizione di una relazione trimestrale. Per ciò che riguarda l'implementazione delle strategie di investimento solo il 45% dei fondi pubblica il *benchmark*, mentre sono meno frequenti le informazioni in relazione a singole partecipazioni azionarie detenute (16%) e alla composizione valutaria dell'*asset allocation* (31%).

⁴⁸⁶ Si rimanda al paragrafo 1.3 per un'approfondita trattazione dell'argomento.

⁴⁸⁷ Truman con riferimento agli obiettivi del fondo ad esempio si esprime in tal modo: “*One might think that all funds would have a clearly defined objective, but this is not the case. Although the highest level of compliance is with this element, only 95 percent of the maximum of 44 points is recorded because the statements of objectives for four SWFs are rather vague*”. Cfr TRUMAN E.M., A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices, cit, 2008, p 8.

⁴⁸⁸ In effetti ciò è stato anche evidenziato nella verifica empirica condotta nel presente lavoro sull'*asset allocation* dei fondi sovrani. Si rinvia al paragrafo 2.2.5.1 relativo alle indicazioni di carattere metodologico.

La categoria che ottiene il risultato peggiore è il comportamento (25%), data la limitata quantità di informazioni che i fondi forniscono su eventuali limiti presenti nell'acquisizione di partecipazioni azionarie (15%), sulle politiche attraverso le quali è possibile conseguire un elevato livello di *leverage* (13%) e sull'utilizzo di strumenti derivati (35%).

Se si volesse analizzare il punteggio conseguito dai singoli fondi sovrani, si potrebbero effettuare alcune considerazioni:

- Il *range* degli *score* varia da un 95% ottenuto da *New Zealand Superannuation Fund* pensionistico) al 9% ottenuto da *Abu Dhabi Investment Authority*; i *non-pension SWFs* che hanno ottenuto i punteggi maggiori sono *Alaska Permanent Fund* e *Government Pension Fund-Global*.
- I fondi sovrani con *asset under management* maggiore hanno un grado di trasparenza inferiore: a titolo esemplificativo si può considerare il fondo sovrano con un più elevato ammontare di risorse gestite, pari a \$627 miliardi, *Abu Dhabi Investment Authority*, che ha ottenuto lo *score* minore (9%)⁴⁸⁹; ma anche *China Investment Corporation* ottiene uno *score* pari al 29%.
- Se da un lato non si evidenziano particolari relazioni tra modalità di *funding* del fondo e punteggio conseguito, dall'altro si può notare come i fondi appartenenti all'area medio-orientale, i cui regimi sono tipicamente autocratici, hanno un grado di trasparenza inferiore: *Qatar Investment Authority* ottiene uno *score* pari al 9%, *Istithmar World* pari al 14%⁴⁹⁰.

Bertoni nel 2008⁴⁹¹ ha ulteriormente approfondito i risultati ottenuti da Truman, applicandovi una *Factor Analysis*, in modo tale da analizzare un eventuale rapporto tra dimensioni del fondo, tendenza a diffondere informazioni di tipo strategico, ovvero riguardanti gli obiettivi di investimento, piuttosto che operativo, cioè le decisioni in materia di *asset allocation* tattica. Il grafico 18 riporta i risultati ottenuti: sull'asse orizzontale è rappresentato il livello di aderenza alle *best practices* individuata da Truman (maggiori nei due quadranti sulla destra), sull'asse verticale la tendenza del fondo a diffondere informazioni operative (*focus sugli investimenti*, i due quadranti in alto), piuttosto che strategiche (*focus sugli obiettivi*, i due quadranti in basso); le bolle indicano la

⁴⁸⁹ A tal proposito si esprime Bertoni nel 2008: “...tra punteggio totale ottenuto e dimensione del SWF si ottiene una correlazione negativa: in altre parole, i fondi di grande dimensione sono quelli che hanno la maggior probabilità di non adottare la *best practice* individuata da Truman”. Cfr BERTONI F., *Fondi sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale: stepping stones o stumbling blocks?*, in *Osservatorio Monetario*, cit, 2008, p 36.

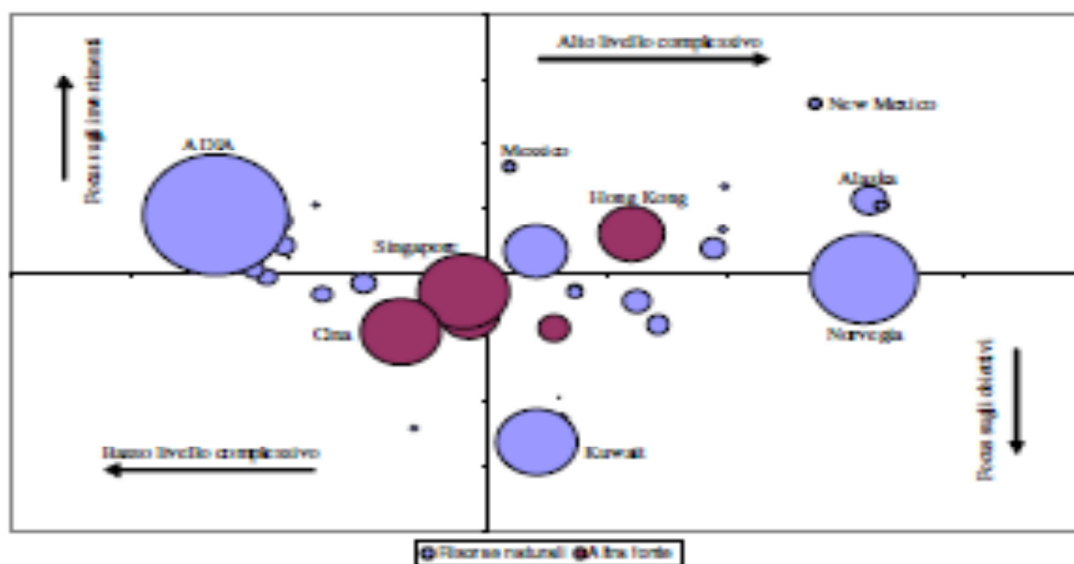
⁴⁹⁰ Dell'Atti e Miglietta evidenziano come “tra i fondi analizzati, quelli dei Paesi del Golfo sono 6, tutti di carattere non pensionistico, tutti posizionati al di sotto del punteggio medio ottenibile e, per la maggior parte (quattro su sei), concentrati negli ultimi posti della classifica”. Cfr DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, 2009, cit, p 48.

⁴⁹¹ Cfr BERTONI F., *Fondi sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale: stepping stones o stumbling blocks?*, in *Osservatorio Monetario*, cit, 2008, p 37.

dimensione complessiva del fondo, mentre il colore più chiaro sta ad indicare la natura di *commodity SWF*.

Grafico 18

Elaborazione tramite *Factor Analysis* dei punteggi ottenuti da Truman



Fonte: BERTONI F., *Fondi sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale: stepping stones o stumbling blocks?*, in *Osservatorio Monetario*, cit, 2008, p 37.

Dall'analisi del grafico si evince che i *non-commodity SWFs* si concentrano all'intersezione degli assi, mentre i fondi sovrani le cui risorse finanziarie derivano da risorse naturali sono più dispersi verso l'esterno e mostrano una maggiore difformità nella diffusione di informazioni.

Mentre i due quadranti sulla sinistra mostrano un basso livello di aderenza alle pratiche individuate da Truman- si noti come analizzato in precedenza il caso ADIA, *Abu Dhabi Investment Authority*-, la tendenza dovrebbe essere quella di spostarsi sui due quadranti di destra, che, per ora, appartengono nella parte più esterna a fondi sovrani membri dell'OCSE (Norvegia, Alaska, New Mexico).

Dal lato della tendenza a diffondere informazioni di tipo strategico ed operativo (asse verticale), sarebbe preferibile posizionarsi sulla parte centrale, in modo tale da fornire congiuntamente una *disclosure* su obiettivi di investimento, *asset allocation* strategica e tattica: vi è una maggior concentrazione di fondi nei quadranti bassi e ciò sta ad indicare che i SWFs sono maggiormente inclini a fornire informazioni sugli obiettivi di investimento, ma meno disposti a dettagliare le pratiche di investimento, l'*asset allocation* tattica, il portafoglio detenuto.

Il secondo indicatore del grado di trasparenza dei fondi sovrani, il *Linaburg-Maduell Transparency Index*, sviluppato presso il *Sovereign Wealth Fund Institute*⁴⁹², è costituito su 10 basilari principi che indicano la capacità del fondo sovrano di diffondere informazioni rilevanti al pubblico; successivamente viene misurata l'aderenza del singolo fondo ai medesimi principi⁴⁹³. Il *range* del punteggio ottenibile dal singolo fondo varia da 0 a 10, dato che il rispetto di ogni principio attribuisce al SWF un punto, mentre non sembra siano attribuiti punteggi intermedi⁴⁹⁴. Il *Swf Institute* indica come livello minimo di trasparenza accettabile il conseguimento di un punteggio pari a 8. I principi presi in considerazione dal *Linaburg-Maduell Transparency Index* sono i seguenti:

1. L'indicazione della storia del fondo, della struttura proprietaria, delle modalità di *funding*.
2. La predisposizione di un *Annual Report* certificato da un soggetto indipendente.
3. L'indicazione della percentuale azionaria delle singole società partecipate e la loro localizzazione geografica.
4. Informazioni in merito a *market value* del portafoglio, rendimenti conseguiti e compensi attribuiti ai gestori.
5. La predisposizione e il rafforzamento di linee guida etiche nelle strategie di investimento.
6. L'indicazione di strategie ed obiettivi di investimento.
7. L'identificazione di eventuali bracci operativi o sussidiarie e i contatti delle medesime.
8. L'identificazione di eventuali *manager* esterni.
9. La predisposizione di un sito web.
10. L'indicazione dei contatti del fondo (telefono e fax).

I grafici 19 e 20 rappresentano il punteggio conseguito da un campione di 44 fondi sovrani rispettivamente nel quarto trimestre 2009 e nel terzo trimestre 2011 in modo tale da fornire sia il grado di trasparenza in termini assoluti di un singolo SWF, sia eventuali miglioramenti/peggioramenti in termini relativi.

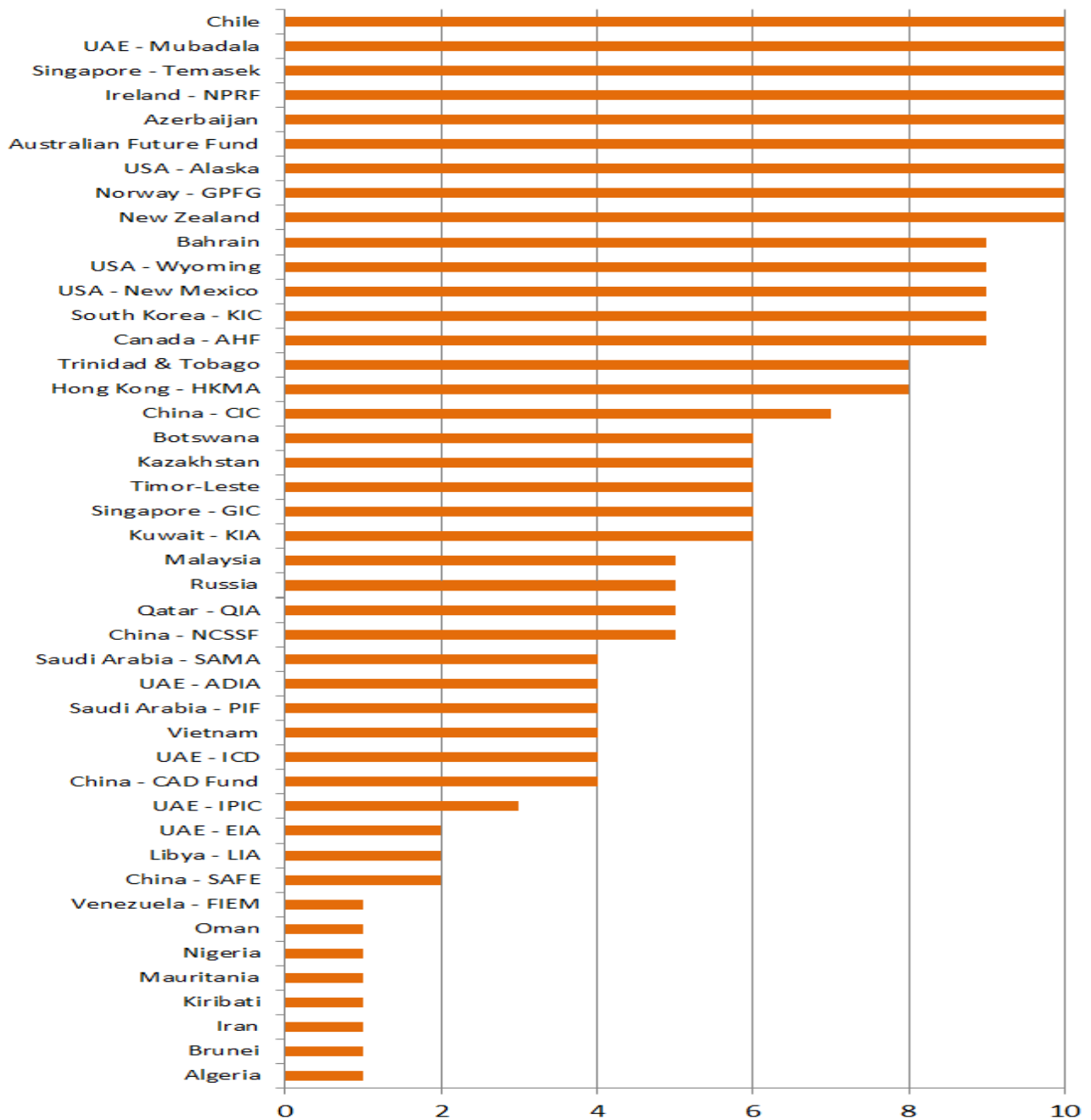
⁴⁹² Cfr <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>.

⁴⁹³ Cfr <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>: “The index is based off ten essential principles that depict sovereign wealth fund transparency to the public. The following principles each add one point of transparency to the index rating”.

⁴⁹⁴ In realtà Dell'Atti e Miglietta evidenziano come “le fonti attraverso le quali viene effettuata la verifica di conformità al modello non sono individuate, così come non appare perfettamente chiaro se vengano applicati punteggi intermedi tra 0 e 1: l'unica indicazione al riguardo è la precisazione che, essendovi differenti livelli di profondità in relazione a ciascun principio, il giudizio in merito è lasciato alla discrezione dell'Istituto. Cfr DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, 2009, cit, p 48.

Grafico 19

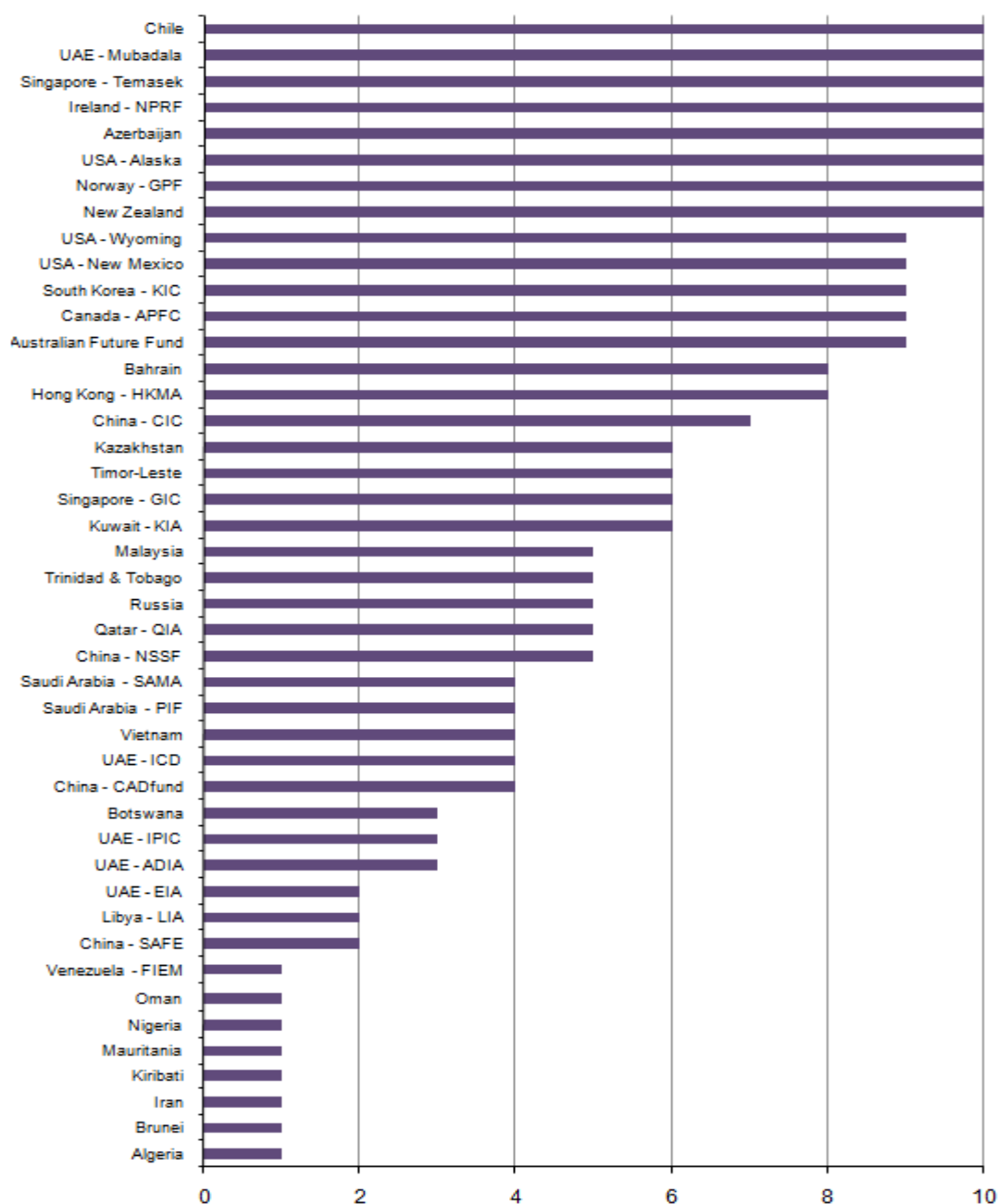
Linaburg-Maduell Transparency Index nel terzo trimestre 2011



Fonte: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>.

Grafico 20

Linaburg-Maduell Transparency Index nel quarto trimestre 2009



Fonte: <http://www.swfinstitute.org/statistics-research/linaburg-maduell-transparency-index/>.

Analizzando i due grafici si evince che solo 16 fondi sovrani su 44- il 36%- nel 2011 ha raggiunto il livello minimo consigliato dal *Swf Institute* pari a 8, uno in più rispetto al quarto trimestre 2009 (rappresentato dal SWF di Trinidad & Tobago). Il punteggio massimo, pari a 10, nel 2011 è ottenuto principalmente da fondi sovrani appartenenti all'area OCSE (Norvegia, Irlanda, USA), ma

anche da un SWF appartenente all'are medio-orientale, *Mubadala*, e da *Temasek*, *non-commodity fund* di Singapore. Similmente un punteggio pari a 9 è ottenuto principalmente da fondi sovrani appartenenti all'area OCSE (USA, Canada, Australia), mentre i punteggi più bassi, fino a 3, sono conseguiti principalmente dai fondi appartenenti all'area *Middle-East North Africa* (tra gli altri Algeria, Emirati Arabi Uniti, Libia).

Anche in termini relativi non si notano evidenti progressi dal lato della trasparenza da parte dei fondi sovrani: l'*upgrade* più significativo è stato incassato dal fondo del Botswana- al quale era stato attribuito un punteggio pari a 3 nel 2009, trasformatosi in un 6 nel 2011- e di Trinidad & Tobago, che da un punteggio pari a 5 nel 2009 è salito a 8 nel 2011. Nella parte alta del *range* vi sono da segnalare unicamente gli *upgrade* conseguiti dal fondo australiano, che ha ottenuto il punteggio massimo nel 2011 e del Bahrain, che ha raggiunto i 9. Nella seconda metà della graduatoria non vi sono da segnalare effettivi miglioramenti dei fondi medio-orientali: *Abu Dhabi Investment Authority*, il fondo con più elevato *asset under management*, è passato da 3 a 4, mentre gli altri fondi dell'area assieme a quelli nord-africano sono rimasti stabili nel corso dei due periodi considerati.

Il *Web Site disclosure Index*, elaborato da Dell'Atti e Miglietta nel 2009⁴⁹⁵, è un indicatore di trasparenza costituito al fine di analizzare la diffusione di informazioni, esclusivamente attraverso siti web, di un campione di 16 fondi sovrani appartenenti all'area del Golfo Persico⁴⁹⁶. Il modello è costruito partendo dall'individuazione di quattro aree di indagine-profilo del fondo, *corporate governance*, attività di investimento e rapporti con l'esterno-, a cui segue l'individuazione delle informazioni rilevanti per giudicare il grado di *disclosure* del singolo sito internet (7 per l'area relativa al profilo, 10 per *corporate governance* e attività di investimento, 7 per i rapporti con l'esterno⁴⁹⁷). L'ultima fase consiste nell'attribuzione di un punteggio- massimo pari a 2 per le informazioni giudicate più determinanti- al fine di valutare sia la presenza di un'informazione, sia la chiarezza con cui è fornita. La tabella 14 riporta i risultati ottenuti applicando tale metodologia ai fondi del Golfo Persico; il *range* dei punteggi varia da 0 a 44, il punteggio massimo ottenibile:

⁴⁹⁵ Cfr DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, 2009, cit, pp 51-61.

⁴⁹⁶ I fondi che hanno sede nell'area del Golfo Persico comprendono quelli istituiti nei Paesi membri del *Gulf Cooperation Council*, Arabia Saudita, Bahrein, Kuwait, Qatar e Oman, e di quelli istituiti all'interno della Federazione degli Emirati Arabi Uniti. Gli autori evidenziano come "l'ipotesi alla base del modello è che sia possibile ottenere, attraverso questi ormai imprescindibili strumenti di comunicazione con gli stakeholder, un'indicazione indiretta del grado di disclosure degli stessi fondi e comunque una visione complessiva delle criticità che questi presentano". Cfr DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, 2009, cit, p 51.

⁴⁹⁷ All'interno delle quattro aree indagate vi sono indicatori simili a quelli di Truman: ad esempio nel profilo del fondo si ricercano la presenza di un'*overview*, della forma giuridica, all'interno della *corporate governance* viene indagata la struttura organizzativa, il *board*, la *corporate social responsibility*, mentre nell'area relativa agli investimenti si cercano di comprendere obiettivi e strategie, ma anche *asset allocation* e attività di *risk management* (questa tra l'altro è l'area maggiormente pesata e quindi giudicata più importante). Infine nei rapporti con l'esterno si cercano la presenza di archivi di *news*, dei contatti, di siti internet realizzati in più lingue. Cfr DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, 2009, cit, pp 52-53.

Tabella 14***Web site disclosure Index applicato ai Paesi del Golfo Persico***

Paese	Fondo sovrano	WSDI	WSDI%
Abu-Dhabi	Mubadala Development Company	38,5	87,5
Bahrain	Mumtalakat Holding Company	23,5	53,4
Dubai	Dubai World	22	50,0
Abu Dhabi	IPIC	17	38,6
Dubai	Istithmar World	16	36,4
Kuwait	Kuwait Investment Authority	14	31,8
Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Authority	13,5	30,7
Qatar	Qatar Investment Authority	12,5	28,4
Abu Dhabi	Abu Dhabi Investment Council	10,5	23,9
Dubai	Investment Corporation of Dubai	9	20,5
Emirati Arabi Uniti	RAK Investment Authority	6	13,6
Arabia Saudita	Public Investment Fund	5,5	12,5
Emirati Arabi Uniti	Emirates Investment Authority	3,5	8,0
Dubai	DIFC Investment LLC	1,5	3,4
Oman	State General Reserve Fund	1	2,3
Arabia Saudita	SAMA	0	0,0
Bahrain	Reserve Fund for Strategic Projects	0	0,0
Oman	Oman Investment Fund	0	0,0
Valore medio		10,7	24,2

Fonte: DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, 2009, cit, p 55.

Dall'analisi della tabella si evince che i fondi sovrani appartenenti all'area del Golfo Persico non hanno un elevato grado di *disclosure*, non forniscono un elevato numero di informazioni attraverso i siti internet: i punteggi conseguiti, infatti, variano da 0- per i SWFs che non dispongono di un sito *web*- a 38,5 (ovvero l'87,5% del massimo punteggio, pari a 44) di *Mubadala Development Company*, che pertanto risulta essere il fondo sovrano più trasparente del campione oggetto di indagine. Il valore medio è pari a 10,7, ovvero il 24,2% e solo tre fondi ottengono un punteggio pari o superiore a 22.

Gli autori rilevano anche come le informazioni maggiormente presenti nei diversi siti internet siano quelle meno rilevanti per capire la struttura del fondo e gli aspetti gestionali, come la presenza di contatti, di *overview* sull'attività e gli obiettivi del SWF, di descrizione di *mission* e di principi seguiti. Non sono solitamente fornite informazioni essenziali come l'*asset under management*, i processi di investimento, né vengono predisposti *Annual Reports*.

Dall'analisi dei tre indicatori emerge complessivamente che i fondi sovrani in media dimostrano una mancanza di trasparenza, sia in termini assoluti- ovvero forniscono limitate informazioni circa le strategie di investimento, la *corporate governance*, la struttura del fondo-, sia in termini relativi- dato che la loro *disclosure* è inferiore a quella di altri investitori istituzionali quali i fondi pensione (*Social Security Pension Fund*); ma si notano anche limitati progressi se si osserva un *trend* storico, come dimostra il confronto tra il *Linaburg-Maduell Transparency Index* tra il 2009 e il 2011. In particolare i fondi sovrani meno trasparenti risultano essere quelli che hanno sede in Paesi con regimi autocratici e comunque in Paesi emergenti, che non fanno parte dell'OCSE, come dimostrato dalla limitatissima *disclosure* osservata nei SWFs costituiti nei Paesi del Golfo Persico.

Proprio tale assenza di trasparenza, unitamente ai presunti effetti destabilizzanti provocati dai fondi sovrani e alla natura pubblica di tali veicoli di investimento sono alla base di una richiesta di una disciplina complessiva del fenomeno, anche se le posizioni non sono concordi al riguardo. Siniscalco⁴⁹⁸ ad esempio ritiene priva di contenuto l'invocazione di una regolamentazione, dato che è necessaria in presenza di *market failure*, di distorsioni o di mancanza di trasparenza. Nel caso dei fondi sovrani Siniscalco ritiene che il mercato dei capitali abbia funzionato correttamente e che non si siano verificate distorsioni e, dall'altro lato, che non abbia senso chiedere ad un fondo sovrano quale sia la solidità del capitale, data l'appartenenza al Tesoro o ad una Banca Centrale.

Vi è peraltro da sottolineare come la richiesta sia di una regolamentazione ulteriore rispetto a quella già esistente, i cui tratti essenziali saranno delineati nel paragrafo seguente.

⁴⁹⁸ Cfr SINISCALCO D., "Governi alle porte: crisi del credito e fondi sovrani", 2008, cit, p 84.

3.3 L'attuale regolamentazione dei fondi sovrani

Nei paragrafi che precedono si sono delineate alcune tra le principali problematiche riconducibili all'attività dei fondi sovrani e che stanno alla base della richiesta di una revisione dell'attuale sistema di regolamentazione del fenomeno. Infatti già prima del 2008, gli investimenti effettuati dai SWFs erano soggetti ad una disciplina che, peraltro, poteva differire a seconda del Paese *recipient* ovvero destinatario degli investimenti medesimi. Tale regolamentazione era principalmente volta a far fronte ai problemi legati alla sicurezza nazionale e finalizzata a garantire una maggiore trasparenza nel caso di acquisizione di partecipazioni rilevanti. Nonostante ciò, dalla seconda metà 2007- anno in cui si è registrato un significativo incremento dell'attività dei fondi Sovrani all'estero- si sono registrati alcuni sviluppi in relazione alla regolamentazione dei Paesi *home*, ovvero dei Paesi in cui hanno sede i SWFs.

L'analisi dell'attuale disciplina può essere pertanto condotta seguendo tre linee guida:

1. Le disposizioni riguardanti gli *home States* a livello multilaterale, coordinate dal FMI;
2. Le disposizioni riguardanti gli *host States*, cioè i Paesi *recipient*, destinatari degli investimenti, a livello multilaterale, coordinate dall'OCSE;
3. Le disposizioni riguardanti i singoli *host States*, a livello unilaterale.

Per ciò che riguarda il primo punto, il Fondo Monetario Internazionale ha costituito tra il 30 aprile e l'1 maggio 2008 l'*International Working Group of Sovereign Wealth Funds* (IWG), un gruppo di lavoro costituito dai rappresentanti dei fondi sovrani di 23 Paesi⁴⁹⁹, il quale ha elaborato alcune *guidelines*, racchiuse nella pubblicazione dei *Generally Accepted Principles and Practices for Sovereign Wealth Funds* (GAPP), noti anche come "Principi di Santiago"⁵⁰⁰. Si tratta di un codice di condotta a cui i Fondi Sovrani dovranno allinearsi nel momento in cui intenderanno aderirvi su base volontaria: tale accordo volontario è costituito da 24 principi e pratiche generalmente accettate, che ricalcano lo *scoreboard* elaborato da Truman⁵⁰¹.

Lo scopo perseguito dai GAPP è quello di identificare un *framework* di principi generalmente accettati che accolgano standard di *governance* ed *accountability*, ai quali dovrebbero sottostare i

⁴⁹⁹ I Paesi che hanno partecipato all'IWG sono Australia, Azerbaijan, Bahrain, Botswana, Canada, Cile, Cina, Guinea Equatoriale, Iran, Irlanda, Corea del Sud, Kuwait, Libia, Messico, Nuova Zelanda, Norvegia, Qatar, Russia, Singapore, Timor-est, Trinidad&Tobago, Emirati Arabi Uniti e USA. In qualità di osservatori permanenti hanno partecipato i membri di Oman, Arabia Saudita, Vietnam e i rappresentanti dell'OCSE e della Banca Mondiale. Cfr INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices*, 2008, cit, p 1.

⁵⁰⁰ Cfr INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices*, 2008, cit, pp1-52. La promulgazione di tali principi è avvenuta l'1 settembre 2008 nella città di Santiago.

⁵⁰¹ Si rinvia al precedente paragrafo per relativi approfondimenti.

fondi sovrani nell'esercizio della loro attività; l'adesione su base volontaria deve comunque avvenire nel rispetto delle norme presenti nello stato di origine del fondo⁵⁰².

Concentrando l'analisi sui GAPP, si possono identificare tre principali aree su cui si soffermano i 24 principi:

1. La definizione di un quadro regolamentare che disciplina i SWFs, l'identificazione degli obiettivi di investimento e delle modalità di coordinamento con le politiche macroeconomiche intraprese dallo Stato di origine (principi 1-5).
2. La definizione di un quadro istituzionale e della struttura di *governance* del fondo (principi 6-17).
3. La descrizione delle strategie di investimento e delle tecniche di *risk management* (principi 18-24)⁵⁰³.

Nella definizione del quadro normativo si dovrebbe identificare la forma giuridica nella quale può essere costituito il fondo sovrano- entità giuridica autonoma, *state owned corporation* o *pool di assets*⁵⁰⁴- devono essere disciplinata le eventuali relazioni che intercorrono tra il Fondo stesso ed altre Istituzioni statali, quali Banche Centrali, *state owned enterprises* (sub-principio 1.2). Il SWF dovrebbe definire ed esplicitare in modo chiaro il/i macro-obiettivi di carattere istituzionale perseguiti, renderli pubblici, nonché tracciare le regole e le procedure per la raccolta di risorse finanziarie (*commodity/non-commodity*) e determinare le condizioni che devono essere soddisfatte affinché si possa procedere al ritiro dei fondi (principio 4). Tali informazioni dovrebbero, altresì, essere rese disponibili su base continuativa, congiuntamente ai principali dati di natura macroeconomica riguardanti il Paese in cui ha sede il fondo.

Per ciò che riguarda il quadro istituzionale e la struttura di *governance*, i principi sono incentrati sulla ripartizione dei ruoli e delle responsabilità dei soggetti che stanno al vertice del Fondo al fine di garantire l'indipendenza del *management* nel perseguimento degli obiettivi del fondo (principio 6), sui ruoli attribuiti rispettivamente al "proprietario" del fondo e dai gestori. In particolare, il primo dovrebbe definire le linee guida, le strategie di investimento a lungo termine e attuare una supervisione dell'attività dei gestori, i quali, a loro volta, sono chiamati ad operare nel rispetto del mandato ricevuto e in modo indipendente dal "proprietario" (principi 7-9). Dovrebbero, inoltre, essere ben definiti i soggetti ai quali i gestori del fondo devono rispondere-*"accountability*

⁵⁰² Cfr INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices*, 2008, cit, pp4-5.

⁵⁰³ Cfr INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices*, 2008, cit, p 5: "The GAPP covers practices and principles in three key areas. These include (i) legal framework, objectives, and coordination with macroeconomic policies; (ii) institutional framework and governance structure; and (iii) investment and risk management framework".

⁵⁰⁴ Si rinvia al paragrafo 1.3 per approfondimenti sulla struttura giuridica.

framework” - : Governo, Parlamento, Ministro delle Finanze (o Ministero omologo) a seconda della natura giuridica del SWF. Infine, dovrebbe essere prevista la predisposizione su base continuativa di un *Annual Report* e di un *financial statement* (principio 11). Un certo rilievo sembra venire attribuito anche all’attività di supervisione effettuata da una funzione di *audit* interna (principio 11) e all’adozione di codici o standard etici (principio 13). Gli ultimi quattro principi di tale area (13-17) si concentrano sull’attività del fondo, che dovrebbe esser condotta perseguendo obiettivi di natura economico-finanziari e non obiettivi di politica, ovviamente sempre nel rispetto dell’ordinamento vigente nei Paesi *recipient*⁵⁰⁵.

La terza area raggruppa, infine, i principi volti a disciplinare le strategie di investimento e la gestione dei rischi: in particolare, il principio 18 stabilisce che gli investimenti effettuati dal Fondo Sovrano dovrebbero essere coerenti con gli obiettivi definiti, con le strategie di medio-lungo termine e con il grado di rischio ritenuto accettabile. A tal riguardo val la pena di sottolineare che l’utilizzo di strumenti derivati- qualora previsto – debba esser coerente con la strategia di investimento e con la propensione al rischio del fondo. Tali informazioni dovrebbero essere rese disponibili (sub-principio 18.3). Le singole decisioni di investimento dovrebbero essere orientate alla massimizzazione del rapporto rischio/rendimento (principio 19), ma non è esclusa la possibilità di investire seguendo logiche differenti, purchè siano delineate nella “*investment policy*” e siano rese pubbliche. Anche l’esercizio di eventuali diritti di voto dovrebbe essere coerente con gli obiettivi finanziari perseguiti, e comunque, anche in tal caso dovrebbero essere rese pubbliche le modalità di esercizio degli stessi diritti. (principio 21). I successivi principi 22 e 23 si soffermano sull’attività di *risk management*: i fondi sovrani dovrebbero essere in grado di identificare, e misurare i rischi e predisporre un adeguato sistema di reporting dei medesimi. Il SWFs dovrebbero altresì valutare e misurare le performance conseguite, dotandosi a tale fine anche di idonei parametri di riferimento (*benchmark*). Infine, l’ultimo principio (24) stabilisce che l’IWG può rivedere periodicamente l’impianto e l’implementazione dei GAPP.

Bassan⁵⁰⁶, fornisce una chiave di lettura dei Principi di Santiago alternativa e li classifica secondo un “criterio teleologico”, e cioè, in relazione alle finalità. Secondo tale classificazione vengono individuate quattro categorie principali di principi: quelli relativi alla trasparenza delle attività

⁵⁰⁵ A tal riguardo si può citare il principio 17: “*Relevant financial information regarding the SWF should be publicly disclosed to demonstrate its economic and financial orientation, so as to contribute to stability in international financial markets and enhance trust in recipient countries*”. Cfr INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices*, 2008, cit, p 20.

⁵⁰⁶ Cfr BASSAN F., “Una regolazione per i fondi sovrani”, *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, cit, p 119: “La classificazione funzionale alle finalità perseguite consente di evidenziare come il maggior numero di principi sia indirizzato a obiettivi di trasparenza perseguiti principalmente mediante la pubblicazione dei dati ed una reportistica periodica. Le altre categorie di principi sono dirette a consentire il monitoraggio dell’attività dei fondi, in via diretta, garantendone l’accountability, richiedendone un audit, predisponendo regole che incentivino il rispetto di vincoli di correttezza, etica o professionale”.

svolta, quelli inerenti ai requisiti minimi di *governance*, quelli che afferiscono al controllo delle attività e quelli che riguardano la definizione delle modalità operative. La trasparenza viene garantita dalla diffusione di informazioni riguardanti: la struttura giuridica del fondo (sub-principio 1.2), la politica di investimento (principio 2 e 18.3), gli obiettivi e le regole di *governance* (principio 16), la disciplina per esercizio dei diritti di voto acquisiti (principio 21) ma che attengono anche alla diffusione di *Annual Report* (principio 11) e alle informazioni da trasmettere al Parlamento o al Governo (principio 5). I requisiti minimi di *governance* sono invece definiti nei principi 6-7-8-9 in cui vengono disciplinati i rapporti tra proprietà e *managers* e definita l'attribuzione ai manager di un chiaro mandato di gestione. Il controllo delle attività viene assicurato da una funzione di *audit* indipendente (principio 12), dal rispetto di linee guida etiche (principio 13), ma anche da una efficace attività di *risk management* (principi 21-22). La definizione delle modalità operative riguarda la definizione di una chiara politica di investimento (principi 18-19) e da un utilizzo della leva finanziaria e di derivati coerente con la tolleranza al rischio (sub-principio 18.1).

Il codice di condotta appena descritto costituisce l'attuale disciplina dei Fondi Sovrani con riferimento ai Paesi *home*. Nonostante l'individuazione di *best practices*- peraltro simili a quelle previste da Truman- che vanno a toccare tutte le principali problematiche descritte nel paragrafo precedente, i GAPP presentano alcuni aspetti critici⁵⁰⁷:

- La definizione individuata dall'IWG⁵⁰⁸ delinea l'ambito di applicazione dei principi, ma esclude alcuni veicoli di investimento che, ad esempio, vengono considerati fondi Sovrani nel presente lavoro (i *Sovereign Pension Reserve Fund*) ed altri veicoli di gestione della ricchezza statale che in letteratura sono considerati SWFs in un'accezione più ampia (Banche Centrali nella gestione delle riserve in valuta e *state owned enterprises*).
- L'adesione volontaria ai Principi di Santiago da parte di ciascun Fondo Sovrano deve avvenire nel rispetto delle norme dello Stato in cui ha sede il fondo, come enunciato nella premessa del documento. Pertanto alcune *best practices* potrebbero essere in contrasto con l'ordinamento vigente nei Paesi di origine: si può, per esempio, far riferimento al tema della trasparenza in alcuni Paesi autocratici dell'area MENA.
- L'adesione volontaria a detti principi non prevede alcun obbligo. Pertanto, da un lato, tali principi non sono vincolanti, dall'altro non vi è alcun potere sanzionatorio nel caso di mancata *compliance* a tali principi.

⁵⁰⁷ Per maggiori approfondimenti si rinvia a BASSAN F., "Una regolazione per i fondi sovrani", *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, cit., pp 115-121.

⁵⁰⁸ Si rinvia al paragrafo 1.3 per una completa trattazione.

- Connesso a questo punto, vi è da sottolineare come non sia stata individuata un'autorità indipendente che possa verificare il rispetto di tali principi. Ne derive che allo stato attuale la verifica del rispetto delle *best practices* sembra essere delegata agli Stati *recipient*.
- Non è altresì prevista l'ipotesi di casi eccezionali, che consentano agli Stati *home* di sospendere temporaneamente l'osservanza di uno o più principi, che pertanto si configurano come inderogabili.
- Se si approfondisce l'analisi dei principi, si può rilevare come essi siano contraddistinti da una certa indeterminatezza: il maggior numero di detti principi riguardano la trasparenza, ma non vi sono obblighi di *disclosure*, né tempistiche da rispettare per la diffusione di *Annual* e *Quarterly Report*, che peraltro non devono essere redatti seguendo uno schema di redazione che funga da *benchmark*. Allo stesso modo non ci sono obblighi di comunicazione periodica di *asset under management*, né di investimenti specifici realizzati.

Kern nel 2008⁵⁰⁹ sottolinea che, nonostante le criticità e le debolezze che contraddistinguono detti principi e riferite in particolare alla natura volontaria dell'osservanza degli stessi, si devono considerare alcuni aspetti positivi dei GAPP. In particolare, sotto il profilo procedurale si sottolinea come il Fondo Monetario Internazionale, dopo aver ricevuto il mandato dal G7, non ha agito in modo unilaterale, ma ha convocato gli esponenti dei principali Fondi Sovrani, coinvolgendoli nella stesura dei principi, che si caratterizzano in questo modo per una maggiore coerenza con le problematiche identificate. Inoltre la stesura del codice di condotta è avvenuta in un breve lasso di tempo, nonostante il periodo congiunturale non favorevole e le divergenze di opinioni tra i diversi esponenti.

Passando all'analisi delle disposizioni riguardanti gli *host States*, ovvero i Paesi *recipient*, vi è da sottolineare come queste siano ancora più generali e come l'istituzione internazionale responsabile per la loro statuizione non sia il FMI, ma l'OCSE⁵¹⁰. Quest'ultima è stata incaricata nel 2007 dai Ministri delle Finanze del G7 di predisporre alcuni principi che regolino gli investimenti esteri, con particolare riferimento a quelli effettuati dai veicoli di investimento governativi. Il lavoro dell'OCSE è sfociato in un rapporto- "*Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*"⁵¹¹- che fornisce alcune linee guida per i Paesi *host*.

⁵⁰⁹ Cfr KERN S., *SWFs and foreign investment policies-an update*, Deutsche Bank Research, 2008, cit, pp 18-19.

⁵¹⁰ Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda*, 2008, cit, p 18: "Some aspects of SWFs, however, are outside the purview of the Fund and are more appropriately addressed by others...National security issues are primarily in the domain of national safeguard procedures and the OECD, which focuses its work on recipient countries and is developing good policy practices relating to the treatment of foreign investors with adequate safeguards for national security".

⁵¹¹ Cfr OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, 2008, pp 1-7. Questo inizialmente era considerato un rapporto provvisorio, poi completato nel 2009; In realtà poi le linee guida per le

In tale documento viene evidenziato come l'OCSE avesse, in precedenza, già predisposto⁵¹² fondamentali principi ai quali dovrebbero attenersi i *recipient countries* nei confronti degli investimenti esteri⁵¹³; questi si ispiravano principalmente ad un equo trattamento delle differenti tipologie di investitori esteri, tra cui i SWFs, e possono essere declinati nel seguente modo:

1. Non-discriminazione: gli investitori stranieri non devono in nessun caso subire un trattamento discriminatorio rispetto agli investitori domestici. Tale principio dovrebbe essere esteso a tutti i Paesi membri del Fondo Monetario Internazionale, e non riguardare unicamente i Paesi appartenenti all'OCSE.
2. Trasparenza: qualsiasi informazione relativa a restrizioni su investimenti esteri dovrebbe essere chiara e accessibile a tutti.
3. Progressiva liberalizzazione: le restrizioni alla libertà di circolazione di capitale devono essere gradualmente rimosse.
4. Stabilità: non devono essere introdotte ulteriori restrizioni ai movimenti di capitale.
5. Liberalizzazione unilaterale: l'eventuale assenza di reciprocità nella circolazione dei capitali non è una condizione per introdurre restrizioni *ad hoc* verso Paesi specifici.

I principi proposti dall'OCSE sono pertanto finalizzati a rimuovere tutti gli ostacoli che possono ostacolare la libertà di circolazione dei capitali, tra i diversi Paesi e a garantire la parità di trattamento, anche tra investitori privati ed esteri. In una successiva comunicazione, la stessa OCSE specifica come “*OECD countries are committed to keeping their investment frontiers open to sovereign wealth funds as long as these funds invest for commercial, not political ends*”⁵¹⁴.

Come si può peraltro notare, l'apertura agli investimenti esteri non è completa, visto che viene riconosciuto il diritto dei Paesi *recipient* di intraprendere eventuali azioni necessarie per proteggere la sicurezza nazionale. A tal fine vengono fornite alcune linee guida⁵¹⁵, tra cui le principali riguardano: l'identificazione, ove necessario e sempre nell'ambito del più generale principio non-discriminazione, di specifiche misure relative a investimenti che minacciano la sicurezza nazionale,

recipient countries sono rimaste inalterate. Cfr anche OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security*, Maggio 2009, pp 1-4.

⁵¹² Si rinvia per un'analitica trattazione dei medesimi a OECD, *Code of Liberalisation of Capital Movements*, 1961; OECD, *Declaration on International Investment and Multinational Enterprises*, 1976 (documento poi aggiornato nel 2000).

⁵¹³ Cfr OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, 2008, p 3: “*The OECD's existing investment instruments already contain fundamental principles for recipient country policies needed for the required guidance. Through their adherence to the OECD investment instruments, OECD and other adhering governments have committed to the principles of transparency, non-discrimination and liberalization*”,

⁵¹⁴ Cfr OECD, *OECD countries stay open to commercial investments by sovereign wealth funds*, aprile 2008, disponibile sul sito <http://www.oed.org>.

⁵¹⁵ Cfr OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, 2008, p 5.

la trasparenza e la *disclosure* delle medesime misure; il principio di proporzionalità rispetto all'obiettivo di protezione della sicurezza nazionale⁵¹⁶.

Passando ora all'analisi delle disposizioni riguardanti i singoli *host States*, rileva sottolineare, che la maggior parte dei Paesi prevede strumenti utili ad identificare eventuali situazioni critiche e possiede meccanismi volti a controllare le acquisizioni che minacciano la sicurezza nazionale e l'ordine pubblico⁵¹⁷.

Gli Stati Uniti, ad esempio, prevedono le medesime regole per gli investimenti esteri provenienti da veicoli di investimento privati, quali fondi di *private equity* ed *hedge funds*, e veicoli di investimento pubblici. Per garantire la trasparenza è previsto un obbligo di *disclosure*, attraverso la compilazione di un determinato *file*, denominato 13-d, nel momento in cui viene acquisita una partecipazione rilevante in una *public company*, uguale o superiore al 5%. In questo *file* devono essere menzionati anche gli obiettivi previsti in materia di influenza nella *corporate governance* dell'impresa partecipata⁵¹⁸.

Per far fronte ai timori legati alla sicurezza nazionale⁵¹⁹ diversi Stati hanno provveduto a disciplinare gli investimenti esteri. Gli Stati Uniti prevedono che ogni investimento estero che interessi imprese domestiche operanti in settori sensibili, quali ad esempio il nucleare oppure il settore delle linee aeree, sia assoggettato alla “*Exon-Florio Provision*”: con tale provvedimento è stato istituito un particolare comitato, il “*Committee for Foreign Investments in the United States*” (CFIUS)⁵²⁰, il quale ha il compito di indagare su qualsiasi operazione che possa comportare il controllo di un'impresa operante in un settore sensibile da parte di un veicolo di investimento governativo estero. Tale processo ha una durata massima di trenta giorni, al termine dei quali, se sussistono rischi per la sicurezza nazionale, il CFIUS ne riferisce al Presidente degli Stati Uniti che

⁵¹⁶ A tal riguardo si esprime l'OCSE: “*Restrictions on investment, or conditions on transaction, should not be greater than needed to protect national security and they should be avoided when other existing measures are adequate and appropriate to address a national security concern*”. Cfr OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, 2008, p 5.

⁵¹⁷ A tal riguardo il Fondo Monetario Internazionale sottolinea come “*investments by SWFs may be subject to regulation by various agencies in recipient countries: Securities Regulation and Corporate Governance, Foreign Investment Vetting Agencies, Financial Institution Regulation, Regulation of Strategic Sectors, Anti-Monopoly Agencies*”. Cfr INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda*, 2008, cit, p 19.

⁵¹⁸ Cfr EPSTEIN R.A., ROSE A.M., *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, The University of Chicago Law Review, 2009, pp 117-118, paper disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>: “*They must disclosure pursuant to 13(d) of the Securities Exchange Act of 1934 (“Exchange Act”) if they acquire a 5 percent or greater equity stake in a public company*”.

⁵¹⁹ Oltre a ciò Bertoni sottolinea come nel sistema americano siano presenti leggi anti-corruzione (*Foreign Corruption Practices Act*), che limita ulteriormente gli investimenti effettuati da Paesi con bassi standard legali. Si rinvia a BERTONI F., *Le reazioni politiche allo sviluppo dei fondi sovrani*, in *Osservatorio Monetario*, cit, 2008, p 45.

⁵²⁰ Tale Comitato è stato nel 2007 codificato nel *Foreign Investment and National Security Act* (FINSIA).

a sua volta ha la facoltà di interdirne l'acquisizione. Situazioni di questo tipo si sono verificate nel caso di tentativo di acquisizione di CNOOC su UNLOCAL e di Dubai Port World su P&O⁵²¹.

L'Australia ha mantenuto un'attività di *screening* degli investimenti esteri dal 1975, data in cui è stato introdotto il "*Foreign Acquisition and takeover Act*"; il fine è quello di garantire che l'investimento estero non contrasti con l'interesse nazionale. Anche in tal caso vi è parità di trattamento tra transazioni effettuate da veicoli di investimento privati e governativi, dato che in entrambi i casi viene effettuato un opportuno controllo da parte del *Foreign Investment Review Board*. Questa agenzia ha la facoltà di interdire il tentativo di acquisizione oppure di sottoporlo a specifiche condizioni in modo tale che non risulti confligga con l'interesse nazionale- ovvero che non abbia implicazioni in termini di sicurezza nazionale o sviluppo economico⁵²².

La Russia ha una posizione maggiormente protezionista sugli investimenti esteri ed ha, a tal fine, costituito una specifica Agency - la *Federal Security Service* - deputata ad indagare eventuali tentativi di acquisizione da parte di soggetti esteri (privati o governativi) di imprese operanti in 42 settori strategici, tra cui il nucleare, il militare, l'aerospaziale, il tecnologico⁵²³. Il processo di approvazione può avere una durata complessiva di sei mesi ed interessa i tentativi di acquisizione di partecipazioni superiori al 50%; le sanzioni previste vanno dall'annullamento della transazione alla perdita del diritto di voto sui titoli azionari dell'impresa *target*. Per gli investitori esteri che acquistano percentuali superiori al 5% è previsto un obbligo informativo alla medesima agenzia⁵²⁴.

Il Regno Unito, invece, coerentemente con la tradizionale apertura agli investimenti diretti esteri nel Paese, tipica dell'impostazione liberale, accoglie con favore gli investimenti effettuati dai fondi sovrani e non prevede ulteriori regole che discriminino gli investimenti governativi rispetto a quelli privati ovvero che limitino la libera circolazione dei capitali⁵²⁵.

La posizione dell'Unione Europea sembra ricalcare, in parte, quella americana, in quanto, da un lato, accoglie favorevolmente gli investimenti effettuati dai fondi sovrani⁵²⁶, dall'altro esprime

⁵²¹ Per ulteriori approfondimenti sul processo si rinvia a KERN S., *SWFs and foreign investment policies-an update*, Deutsche Bank Research, 2008, cit, pp 24-25.

⁵²² Per ulteriori approfondimenti cfr KERN S., *SWFs and foreign investment policies-an update*, Deutsche Bank Research, 2008, cit, p 26.

⁵²³ Nel 2008 la Duma ha approvato nuova *Federal Law of the Russian Federation on Foreign Investment in Companies Having Strategic Importance for State Scrutiny and Defence*, ampliando i settori strategici da 39 a 42.

⁵²⁴ Cfr KERN S., *SWFs and foreign investment policies-an update*, Deutsche Bank Research, 2008, cit, p 28: "As a result, the Russian investment framework belongs to the most restrictive regimes worldwide, as reflected in the OECD's measures for market openness in which Russia- already prior to the additional restrictions in the new law-ranked third last".

⁵²⁵ Vi è da sottolineare come anche in Svizzera, similmente al Regno Unito, non sono state introdotte ulteriori regole per far fronte al fenomeno SWFs, che sono peraltro trattati come le altre tipologie di investitori. Cfr SENN M., *The Regulation of Hedge Funds, Private Equity and Sovereign Wealth Funds*, 2009, pp 135-158, copia disponibile sul sito <http://ssrn.com>.

⁵²⁶ Cfr *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee of the Regions*, 27/2/2008, p 6: "In Europe, between the Eu and the Member State level, there exists a comprehensive regime to regulate the establishment and the actions of foreign investors, which covers SWFs in exactly

preoccupazione a fronte della scarsa trasparenza dei medesimi e del presunto perseguimento di obiettivi di natura politica. Ma come afferma Bertoni “*tale preoccupazione si è raramente tradotta in un’iniziativa politica a livello europeo*”⁵²⁷. Infatti, inizialmente la Commissione Europea ha sollecitato la promozione di un codice di condotta volontario⁵²⁸, prendendo come *benchmark* il modello di gestione del *Government Pension Fund-Global* norvegese, in modo tale che vi possa essere sufficiente chiarezza sulla struttura interna dei fondi sovrani e sulla gestione delle loro attività finanziarie. Dall’altro lato, la stessa Commissione non ritiene necessarie ulteriori proposte legislative da parte dei singoli Paesi e richiede un approccio comune al fine di evitare azioni unilaterali da parte dei singoli Stati membri. Peraltro sono da sempre state escluse azioni che possano limitare l’attività dei fondi sovrani, quali la creazione di barriere difensive come le *golden shares*⁵²⁹, o la predisposizione di specifici comitati europei per valutare gli investimenti finanziari esteri.

L’approccio comune europeo al trattamento dei fondi sovrani si basa su cinque principi⁵³⁰:

1. L’impegno a garantire un clima favorevole agli investimenti esteri e ad abolire ogni ondata di protezionismo: ciò si traduce in un’apertura agli investimenti al resto del mondo, compresi i Paesi emergenti, non appartenenti all’area OCSE.
2. Il sostegno ai lavori multilaterali condotti dal FMI e dall’OCSE.
3. Uso degli strumenti già esistenti a livello UE e di singoli Stati membri per garantire la sicurezza nazionale.
4. Rispetto degli obblighi imposti dal Trattato CE e degli impegni assunti a livello internazionale.
5. Proporzionalità e trasparenza.

Con specifico riferimento a quanto previsto al punto 3, è opportuno sottolineare come vi siano particolari deroghe alla libera circolazione di capitali dovute a motivi di “ordine pubblico” o di “sicurezza nazionale”⁵³¹. Infatti, il Consiglio Europeo, su proposta della Commissione Europea, con

the same way as any other foreign investor. As soon as they invest in European assets, SWFs have to comply with the same EU and national economic and social legislation that any other investors have to respect”.

⁵²⁷ Cfr BERTONI F., *Le reazioni politiche allo sviluppo dei fondi sovrani*, in *Osservatorio Monetario*, cit, 2008, p 45.

⁵²⁸ Cfr SALIMBENI A.P., *Fondi sovrani: undici regole UE per garantire la trasparenza*, Il Sole 24 Ore, 25/02/2008.

⁵²⁹ Si ricorda che la *golden share* è quella particolare disciplina che consente di mantenere il controllo e di bloccare eventuali scalate su società privatizzate. Nel novembre 2011 anche l’Italia è stata sollecitata dalla Commissione Europea a rivedere la disciplina della *golden share*, in quanto si pone in contrasto con il principio della libera circolazione dei capitali e rende meno attraenti gli investimenti esteri nei confronti dei soggetti nella quale viene applicata (Enel, Eni, Finmeccanica e Telecom Italia). Cfr SUSIC A., *La golden share ha i giorni contati. Rischio OPA a Piazza Affari*, Il Sole 24 Ore, 24/11/2011.

⁵³⁰ Cfr COMMISSIONE EUROPEA, *Proposte della Commissione al Consiglio Europeo sui fondi sovrani e sulla stabilità finanziaria*, 27/02/2008, pp1-3, disponibile sul sito <http://ec.europa.eu/commission>.

⁵³¹ La Commissione evidenzia come “*the free movement of capital is not absolute. As a fundamental principle of the Treaty, it may be regulated in two respects at the European level under Article 57 (2) EC: first, the Community may adopt by qualified majority measures on the movement of capital from third countries involving direct investment.*

una decisione presa a maggioranza qualificata, può sottoporre a vincoli la libertà di movimento di capitali provenienti da Paesi terzi; se tali decisioni comportano importanti restrizioni ad investimenti diretti esteri, in contrasto con il principio della libera circolazione dei capitali, queste devono essere prese all'unanimità.

Nonostante tali eccezioni nell'ambito della libera circolazione dei capitali, vi è un invito ad intraprendere azioni coordinate a livello comunitario⁵³², mentre ogni Paese membro sembra essere intenzionato ad adottare posizioni unilaterali.

In Germania, ad esempio, è stata presentata una proposta di Legge⁵³³, la quale prevede che ogni investimento effettuato da soggetti esteri che comporti l'acquisizione di almeno il 25% del capitale sociale di una impresa tedesca, quotata o non quotata, debba esser sottoposto ad un processo di *review* condotto dal Ministro dell'Economia e della Tecnologia. Entro tre mesi dalla conclusione della transazione detto Ministro dovrebbe esprimersi in merito all'eventuale minaccia all'ordine pubblico oppure alla sicurezza nazionale⁵³⁴. In tal caso l'acquisizione potrebbe essere bloccata o soggetta a particolari condizioni⁵³⁵. Allo stato attuale la proposta succitata è rimasta tale. In modo analogo, non è stato ancora creato, come ipotizzato, un apposito fondo d'investimento che abbia come obiettivo quello di agire a tutela di *takeover* di imprese appartenenti a settori particolarmente sensibili da parte di investitori esteri⁵³⁶.

La Francia, oltre ad una specifica norma già presente nel suo ordinamento e che consente di proteggere le imprese operanti in settori considerati strategici dall'acquisizione straniera (legge 1343 del 2004), ha deciso di dotarsi di un proprio fondo sovrano, lo *Strategic Investment Fund*, gestito dalla *Caisse des Depots et Consignations*, che agirà in modo analogo ai fondi di *private equity*, anche per proteggere le imprese nazionali da investitori stranieri non graditi⁵³⁷.

Second, it is not excluded that the Community can introduce- by a unanimous decision-measures that restrict direct investment". Cfr Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee of the Regions, 27/2/2008, p 6.

⁵³² Tale invio è ribadito dal Consiglio Europeo, il 13-14 marzo 2008. Cfr CONSIGLIO EUROPEO, *Conclusioni della Presidenza. Consiglio Europeo di Bruxelles del 13 e 14 marzo 2008*, p 18.

⁵³³ Cfr *Entwurf eines Dreizehnten Gesetzes zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung* 20/08/2008.

⁵³⁴ Cfr KERN S., *SWFs and foreign investment policies-an update*, Deutsche Bank Research, 2008, cit, p 29: "The draft law can best be characterized as a lightweight version of America's CFIUS review process. With it high trigger value of 25%, a generally lean review process, and its clear structure, the proposed investment measure is certainly one of the least restrictive in international comparison".

⁵³⁵ Bertoni sottolinea come tali proposte potrebbero aver contribuito alla rinuncia al tentativo di acquisizione da parte di Chinese Development Bank di Dresdner Bank. Cfr BERTONI F., *Le reazioni politiche allo sviluppo dei fondi sovrani*, in *Osservatorio Monetario*, cit, 2008, p 46.

⁵³⁶ Cfr OSSERVATORIO EUROPEAN BANKING REPORT, *Fondi Sovrani: ruolo, prospettive di sviluppo e posizione dei principali paesi e organismi internazionali*, 2008, cit, pp 28-29.

⁵³⁷ Cfr BERTONI F., *Le reazioni politiche allo sviluppo dei fondi sovrani*, in *Osservatorio Monetario*, cit, 2008, p 46.

Per ciò che riguarda, infine, l'ordinamento italiano non esistono specifiche disposizioni riferite ai fondi sovrani, ma vi sono talune specifiche norme che meritano di essere menzionate e che disciplinano le attività di investimento riconducibili a soggetti esteri⁵³⁸:

- Con riferimento alle operazioni di concentrazione o di acquisizione di imprese domestiche da parte di soggetti esteri, tra cui i fondi sovrani, l'articolo 25 della legge n.287/1990 (relativa all' *antitrust*) attribuisce al Governo poteri di controllo preventivo, in particolare in quelle operazioni rilevanti ai fini degli "interessi generali dell'economia nazionale". Il Governo può o autorizzare determinate operazioni in via eccezionale o vietarle "per ragioni essenziali di economia nazionale" se vengono intraprese da veicoli di investimento appartenenti a Stati che non rispettano la reciprocità degli investimenti o applicano disposizioni discriminatorie nei confronti di imprese italiane.
- Con riferimento all'acquisto di partecipazioni, la disciplina varia in funzione della percentuale acquisita di capitale sociale e delle caratteristiche dell'impresa *target*: Se le imprese *target* non sono quotate in mercati regolamentati, le transazioni non sono sottoposte a particolari obblighi di *disclosure*, salvo quelli di indicare l'identità dei soci nel "Libro dei Soci". Se le società partecipate sono quotate in mercati regolamentati, sono previsti obblighi di comunicazione delle "partecipazioni rilevanti" secondo l'articolo 120 del Testo Unico della Finanza: chiunque abbia acquisito una quota maggiore del 25% deve darne tempestiva comunicazione alla Consob e alla società partecipata, pena la sospensione della possibilità di esercizio del diritto di voto.
- Per ciò che riguarda le partecipazioni nel settore finanziario e bancario l'ordinamento italiano stabilisce requisiti ancor più stringenti, dato che, oltre agli obblighi di trasparenza e *disclosure* informativa, l'operazione deve essere preventivamente autorizzata dall'Autorità di Vigilanza competente; ad esempio, come è noto la Banca d'Italia deve valutare la capacità del soggetto acquirente di garantire una "*sana e prudente gestione*" e di consentire "*l'effettivo esercizio della vigilanza*".

Oltre a tali misure è stato proposto di introdurre una soglia massima di partecipazione dei fondi sovrani al capitale di un'impresa, pari al 5%, ma tale intervento non è stato compiuto⁵³⁹.

Se si considera complessivamente l'attuale disciplina dei Fondi Sovrani, si può notare che, nonostante sia prevista una "*soft regulation*", ovvero non vi sia una disciplina simile agli altri

⁵³⁸ Tali strumenti sono definiti di "*regolamentazione indiretta*", in quanto non regolamentano direttamente i SWFs, ma la loro attività, per porre rimedio al *market failure*, dovuto alla scarsa trasparenza. Cfr MEZZACAPO S., "Law & Economics dei c.d. "Fondi Sovrani" d'investimento nell'ordinamento comunitario e nazionale", *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, anno XXII, 2009, n 1 pp55-90.

⁵³⁹ Cfr BERTONI F., *Le reazioni politiche allo sviluppo dei fondi sovrani*, in *Osservatorio Monetario*, cit, 2008, p 46.

investitori istituzionali (fondi pensione, fondi comuni di investimento), che vada a predisporre limiti ai processi di investimento (concentrazione di rischi, strumenti finanziari detenibili, massimo grado accettabile di leva finanziaria, utilizzo di strumenti finanziari, investimento in *commodity* ed *alternatives*), l'attività dei SWFs sia comunque sottoposta da un lato a linee guida dell'OCSE, dall'altro a specifiche disposizioni di singoli Paesi, che ne controllano l'operato. Esse riguardano in particolare obblighi di *disclosure* in caso di acquisizioni di partecipazioni rilevanti, limitazioni di transazioni nel caso queste comportino problemi di ordine pubblico o ne minaccino la sicurezza nazionale. Infine, per i soggetti che vi hanno aderito, vi è anche il rispetto di quanto previsto – in modo non vincolante – nel codice di condotta volontario che concorre, quindi a disciplinarne l'operato. In tal caso si agisce direttamente sui veicoli di investimento governativi e sui Paesi *home*. Pertanto ora appare chiaro come le proposte regolamentari che verranno approfondite nel successivo paragrafo, si riferiscano ad una ulteriore regolamentazione rispetto a quella già esistente, che per qualcuno è già ampiamente sufficiente⁵⁴⁰.

3.4 Le diverse proposte regolamentari

L'attuale quadro regolamentare, tratteggiato nel paragrafo che precede, è ritenuto adeguato e quindi sufficiente solamente da una parte minoritaria della comunità scientifica, mentre sono numerose le proposte per una ulteriore e più incisiva regolamentazione del fenomeno oggetto di studio.

Al primo gruppo appartiene Siniscalco⁵⁴¹, che, come già analizzato precedentemente, non ritiene necessaria un'ulteriore regolamentazione, dato che non si sono verificate distorsioni nel mercato finanziario, né fallimenti del medesimo⁵⁴².

Dello stesso avviso sono Epstein e Rose (2009)⁵⁴³, i quali, con particolare riferimento al contesto statunitense, ritengono che non sia necessario imporre nuovi vincoli agli investimenti effettuati dai Fondi Sovrani in ragione di due ordini di motivazioni: *in primis* le problematiche sollevate sull'attività dei fondi sovrani, riguardanti il perseguimento di obiettivi di carattere politico, la minaccia alla sicurezza nazionale e la mancanza di trasparenza, sono contemplate dall'attuale

⁵⁴⁰ Cfr EPSTEIN R.A., ROSE A.M., *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, The University of Chicago Law Review, 2009, cit, pp 111-134.

⁵⁴¹ Cfr SINISCALCO D., "Governi alle porte: crisi del credito e fondi sovrani", 2008, cit, p 84.

⁵⁴² Si rinvia al paragrafo 3.2 per una trattazione più articolata.

⁵⁴³ Cfr EPSTEIN R.A., ROSE A.M., *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, 2009, cit, p 113: "We argue that it would be a mistake to place additional burdens on investments by SWFs in the United States, at least at present. Although the growth of SWFs may be a symptom of the weakened position of the United States in the global economy, it is not the cause-and increased regulation of SWFs, not the cure....In our view, at this point a policy of watchful waiting is preferable to any immediate effort to impose special restrictions on SWFs".

regolamentazione (obbligo di *disclosure* se le partecipazioni acquisite sono rilevanti, processo di revisione nel caso vi siano implicazioni riguardanti la sicurezza nazionale); inoltre, secondo gli autori, non è possibile identificare ogni eventuale mutamento futuro nella strategia dei SWFs, che possa sfuggire alle maglie regolamentari⁵⁴⁴. Peraltro l’inserimento di ulteriori limitazioni agli investimenti effettuati da tali investitori, potrebbe comportare un reindirizzo dei flussi di investimento verso Paesi che non intraprenderanno azioni “ostili”⁵⁴⁵.

Nel medesimo lavoro Epstein e Rose ritengono che parte delle problematiche sollevate in ordine all’attività dei fondi sovrani non siano state valutate correttamente dalla comunità scientifica. Ad esempio, la capacità di tali investitori di essere un elemento destabilizzante e di provocare distorsione nei mercati finanziari è molto limitata, essendo il loro *asset under management* solo una piccola frazione delle attività gestite dal complesso degli investitori istituzionali privati. Anche l’influenza dei fondi Sovrani nella *corporate governance* delle imprese partecipate è stata sovrastimata dato che tipicamente acquistano solo una piccola frazione del capitale sociale. Se poi riuscissero comunque ad influenzarne la gestione e a perseguire obiettivi differenti rispetto alla massimizzazione del rapporto rischio/rendimento, sarebbero equiparabili ad altri investitori istituzionali, quali fondi pensione (come ad esempio di CalPERS)⁵⁴⁶.

Dello stesso parere è Kimmitt (2008), il quale ritiene che le nazioni *recipient* “*should take care to do no harm*”⁵⁴⁷, ovvero dovrebbero stare attente a non intralciare gli investimenti dei veicoli governativi, bensì dovrebbero cercare di favorire gli investimenti internazionali e non attuare politiche protezionistiche. Pertanto, da un lato condivide i principi dell’OECD stabiliti per i Paesi *host*- l’autore cita in particolare la promozione di un medesimo trattamento tra classi differenti di investitori, un’equa e trasparente cornice regolamentare e la non implementazione di pratiche protezionistiche-, dall’altro è favorevole all’adozione di *best practices* da parte dei fondi sovrani⁵⁴⁸.

⁵⁴⁴ Cfr EPSTEIN R.A., ROSE A.M., *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, 2009, cit, p 111: “*To date, SWFs have acted as model investors, and the risk that they may act strategically in the future is significantly mitigated by existing safeguards*”.

⁵⁴⁵ Cfr EPSTEIN R.A., ROSE A.M., *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, 2009, cit, p 133: “*Erecting barriers to SWF investment in the United States could also cause foreign nations to retaliate by restricting investment opportunities for US companies in their domestic markets, or by imposing trade sanctions on US goods. Moreover, if SWFs disinvest in the United States, their nations may become more likely to switch their reserve currency, which could negatively impact the dollar*”.

⁵⁴⁶ Cfr EPSTEIN R.A., ROSE A.M., *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, 2009, cit, p 111: “*So long as an investor’s motives are lawful, the host government should not concern itself with them-whether the investor is CalPERS or ADIA. Only such parity of treatment is consistent with the principle of non-discrimination touted by the G-7, and with America’s stated commitment to free and open markets*”.

⁵⁴⁷ Cfr KIMMITT R.M., “Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy”, 2008, cit, p 124.

⁵⁴⁸ Cfr KIMMITT R.M., “Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy”, 2008, cit, p 129: “*The Treasury Department believes that the principles outlined above can inform the development of two sets of voluntary multilateral best practices to provide an improved framework for SWFs and the recipients of their investments*”.

In altri due contributi si ritiene che l'attuale *framework* regolamentare sia sufficiente: nell'Osservatorio *European Banking Report* (2008)⁵⁴⁹ vengono teorizzati i pilastri di una regolamentazione ottimale, che consisterebbero nell'apertura dei mercati nazionali agli investimenti esteri effettuati dai fondi sovrani, nella reciprocità nell'accesso ai mercati, nell'intervento statale dei Paesi *recipient* limitato ai casi di minaccia alla sicurezza nazionale, nella trasparenza conseguita attraverso un codice di condotta. Tutti elementi, come si vede, già considerati dall'OECD e dai Principi di Santiago.

Matoo e Subramanian (2008)⁵⁵⁰ ritengono applicabili al contesto dei SEFs i principi che si trovano nei trattati "*General Agreement on Tariffs and Trade*" (GATT), che in alcuni tratti sono molto simili alle disposizioni analizzate dell'OECD (anche se si riferiscono principalmente al commercio internazionale di merci e non ai flussi di capitale): ad esempio l'art. 17 del GATT impone il divieto ai diversi veicoli che gestiscono la ricchezza statale di creare distorsioni nei mercati finanziari internazionali e l'obbligo di trasparenza, mentre prescrive per i Paesi *recipient* l'obbligo di non discriminare tra investitori privati e governativi.

La maggior parte della comunità scientifica ritiene, invece, che le misure attualmente previste non siano sufficienti a fornire una adeguata regolamentazione del fenomeno. Anche nell'ambito di questa impostazione si possono peraltro riscontrare differenti posizioni, che possiamo articolare in due sottogruppi:

1. Al primo sottogruppo appartengono coloro che ritengono che non sia necessaria l'imposizione di eccessivi vincoli all'attività dei SWFs e quindi richiedono ulteriori interventi ma di carattere marginale;
2. Nel secondo sottogruppo rientrano coloro che richiedono una regolamentazione più "incisiva".

Si può includere nel primo sottogruppo, Truman (2008 e 2011)⁵⁵¹ che considera i principi di Santiago come strumento utile su cui basare un controllo dell'attività dei Fondi Sovrani nei Paesi *recipient*⁵⁵². Ad esempio, negli USA, un particolare Fondo Sovrano che aderisca alle *best practices* e si dimostri *compliant*, potrebbe ottenere una migliore valutazione dall'autorità deputata ad

⁵⁴⁹ Cfr OSSERVATORIO EUROPEAN BANKING REPORT, *Fondi Sovrani: ruolo, prospettive di sviluppo e posizione dei principali paesi e organismi internazionali*, 2008, cit, pp 23-24.

⁵⁵⁰ Cfr MATOO A., SUBRAMANIAN A., *Currency undervaluation and sovereign wealth funds: a new role for the World Trade Organization*, Peterson Institute for International Economic Working Paper, 2008, pp 1-31, disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>.

⁵⁵¹ Cfr TRUMAN E.M., *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, cit, 2008, p 14, TRUMAN E.M., *Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different*, *Peterson Institute for International Economics*, 2011, pp 1-24, working paper disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>.

⁵⁵² Cfr TRUMAN E.M., *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, cit, 2008, p 14: "*The implicit proposition is that the United States unilaterally should establish best practices for funds that invest in the United States and enforce those practices*".

indagare sugli investimenti che possono minacciare la sicurezza nazionale (il CFIUS)⁵⁵³. L'autore ritiene anche che ulteriori sforzi debbano essere compiuti dal Fondo Monetario Internazionale, in modo tale da promuovere l'adesione al codice di condotta da parte del maggior numero possibile di SWFs e da migliorare l'*accountability* e la trasparenza dei singoli fondi, e dall'OCSE, che, se da un lato, non ha eretto nuove barriere agli investimenti dei SWFs, dall'altro, non ha però nemmeno eliminato definitivamente il protezionismo che ostacola le transazioni *cross-border*⁵⁵⁴.

Analogamente, Bassan⁵⁵⁵ considera i principi di Santiago un punto di partenza e non un punto di arrivo, per formulare una disciplina complessiva dei SWFs e propone tre strumenti "*per trasformare l'attuale codice di condotta, caratterizzato da una partecipazione volontaria, in un deterrente efficace per i fondi sovrani e una garanzia effettiva per gli stati ospiti*"⁵⁵⁶.

In accordo con quanto ipotizzato da Truman, anche Bassan ritiene che le *best practices* del FMI possano essere utilizzate come strumento di riconoscimento dell'attività dei Fondi Sovrani da parte degli *host states*, in modo che eventuali misure restrittive adottate dai singoli Paesi possano essere intraprese solo nei confronti di quei soggetti che non aderiscono alle linee guida. Peraltro, tali misure dovrebbero essere introdotte sul piano multilaterale, similmente alle disposizioni dell'OCSE in materia di Paesi *recipient*, mentre, dal lato degli *home states* dovrebbe esserci un organismo di supervisione (ad esempio lo stesso FMI) che garantisca il rispetto da parte dei singoli SWFs delle *best practices* individuate.

Nel caso non fosse possibile un'azione multilaterale coordinata, un secondo strumento potrebbe essere rappresentato dall'utilizzo delle medesime linee guida come parametro di riferimento nei trattati bilaterali, in modo tale da poter controllare, ad esempio, che l'attività di un particolare veicolo di investimento governativo sia svolta in modo trasparente, senza perseguire finalità politiche e sia condotta seguendo adeguate regole di *governance*⁵⁵⁷.

⁵⁵³ Cfr TRUMAN E.M., *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, cit, 2008, p 14: "...a country's compliance with aspects of SWFs best practices could be used by the US Committee on Foreign Investment in the United States (CFIUS) as a factor in determining whether the CFIUS should grant that country a waiver from a full investigation of an investment by a government-owned pension fund under the 2007 Foreign Investment and National Security Act (FINSIA)".

⁵⁵⁴ Cfr TRUMAN E.M., *Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different*, Peterson Institute for International Economics, 2011, cit, p 15: "*The Santiago Principles are an impressive monument to international financial cooperation, but they are only a start in the promotion of SWF accountability and transparency. The Santiago Principles need to be upgraded along the lines of my SFW scoreboard and compliance with the Principles must be further improved...The OECD has succeeded in not erecting new barriers to SWF investments, but it has failed to roll back the creeping financial protectionism of the past decade. The openness of the global investment regime can and should be improved for SWFs as well as for other forms of cross-border investments*".

⁵⁵⁵ Cfr BASSAN F., "Una regolazione per i fondi sovrani", *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, cit, pp 121-132.

⁵⁵⁶ Cfr BASSAN F., "Una regolazione per i fondi sovrani", *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, cit, p 95.

⁵⁵⁷ Peraltro Bassan sottolinea come "*l'ambito soggettivo di applicazione dei trattati bilaterali in materia di investimenti dovrebbe non essere limitato ai fondi sovrani, ma esteso a tutti i fondi di investimento (inclusi i fondi pensione e gli hedge funds)*". Cfr BASSAN F., "Una regolazione per i fondi sovrani", *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, cit, p 127.

Una terza proposta formulata dall'autore prevede la costituzione di appositi SWFs da parte dei singoli Stati che possano investire in imprese nazionali operanti in settori strategici, in modo tale da prevenire l'azione dei fondi esteri che non aderiscono ai Principi di Santiago⁵⁵⁸.

Anche Barbary e Bortolotti (2011) possono essere inclusi nel medesimo gruppo, dato che invocano una “*smart regulatory framework for SWF investment*”⁵⁵⁹, con particolare riferimento al rischio politico domestico dei singoli fondi⁵⁶⁰. Secondo l'opinione degli autori, non è necessaria l'adozione di ulteriori misure restrittive da parte delle *recipient countries* per far fronte agli investimenti dei fondi sovrani (soprattutto quelli appartenenti all'area MENA, oggetto, tra l'altro del fenomeno denominato “primavera araba”)⁵⁶¹, dato il potenziale impatto che potrebbero avere nella limitazione alla circolazione dei flussi di capitale a livello *cross-border*.

Una migliore alternativa potrebbe essere rappresentata da una regolamentazione di tipo indiretto, in cui alle imprese quotate in mercati regolamentati potrebbe esser richiesto, dalla società di gestione del mercato, una particolare *disclosure* della struttura proprietaria, nel caso siano presenti veicoli di investimento governativi, provenienti da Paesi a regimi non democratici e che si caratterizzano per un elevato rischio politico. Tali informazioni potrebbero essere predisposte in sede di *Quarterly* o *Annual Report*.

Ad un modello di regolamentazione, sempre di tipo indiretto che si caratterizza però per un maggior livello di incisività rispetto a quello precedente⁵⁶², fa riferimento Mezzacapo (2009)⁵⁶³, il quale ritiene come, data la particolare natura giuridica dei SWFs e la loro dimensione internazionale, il “modello indiretto”, applicato peraltro anche agli *hedge funds*, sia preferibile rispetto ad un insieme di norme che incidono direttamente sui veicoli di investimento governativi, ponendo diverse problematiche, tra cui l'effettivo *enforcement* delle medesime. Un approccio indiretto consentirebbe alle Autorità di vigilanza di concentrare l'attenzione sulle transazioni effettuate dai SWFs,

⁵⁵⁸ Tale proposta ipotizzava la costituzione di un fondo sovrano europeo con un ruolo importante di finanziatore da parte della Banca Europea per gli Investimenti e del Fondo Europeo per gli Investimenti; però probabilmente sarebbe contrario al principio di non-discriminazione tra investitori domestici ed esteri nel momento in cui agirebbe “ostacolando” l'attività di veicoli di investimento esteri.

⁵⁵⁹ Cfr BARBARY V., BORTOLOTTI B., *Taming Leviathan: Foreign Investment, Political Risk and a Regulatory Framework for Sovereign Wealth Funds*, Paolo Baffi Centre on Central Banking and Financial Regulation, Università Bocconi, 2011, pp1-26, paper disponibile sul sito <http://www.ssrn.com>.

⁵⁶⁰ Cfr BARBARY V., BORTOLOTTI B., *Taming Leviathan: Foreign Investment, Political Risk and a Regulatory Framework for Sovereign Wealth Funds*, 2011, cit, p 17: “*The UN could establish a Sovereign Investment Office, with the mandate to impartially evaluate and monitor the political risk profiles of countries endowed with SWFs or other sovereign investment vehicles, with assistance of qualified research institutions*”.

⁵⁶¹ Si ricorda che nella primavera 2011 in determinati Paesi del Nord Africa (Egitto, Tunisia, Libia), vi sono state rivolte popolari al fine di porre fine ai regimi autocratici; tale fenomeno, che ha generato un sensibile rischio di natura politica nell'area è stato denominato “*Arab Spring*”, primavera araba.

⁵⁶² Questa impostazione è al confine tra il primo e il secondo sottogruppo, in cui viene richiesta una regolamentazione maggiormente incisiva.

⁵⁶³ Cfr MEZZACAPO S., “*Law & Economics dei c.d. “Fondi Sovrani” d'investimento nell'ordinamento comunitario e nazionale*”, 2009, cit, pp 76-77.

attraverso soggetti sottoposti a regolamentazione e vigilanza delle loro attività, quali ad esempio intermediari finanziari e mercati regolamentati⁵⁶⁴.

Alcuni autori hanno ulteriormente accentuato questo approccio regolamentare ritenendo che i SWFs dovrebbero investire solo attraverso gli intermediari finanziari, sottoposti a vigilanza, o attraverso investitori istituzionali, pena l'annullamento della transazione⁵⁶⁵. In alternativa, la loro attività dovrebbe essere limitata all'acquisizione di quote di fondi comuni di investimento indicizzati o di *exchange traded funds*, in modo tale da non influenzare la *governance* delle imprese partecipate⁵⁶⁶.

Tra le posizioni che richiedono interventi maggiormente incisivi nell'attività dei fondi sovrani, vi è quella di Gilson e Milhaupt (2008), nonostante i due autori la definiscano come “*a Minimalist Response to the New Merchantilism*”⁵⁶⁷. Essi ritengono che le azioni emesse da una qualsiasi impresa americana acquistate da un veicolo di investimento governativo debbano subire una temporanea sospensione del diritto di voto, per poi riacquisirlo in una fase di successiva nel momento che vengono cedute ad un veicolo di investimento non governativo.

Secondo gli autori questa proposta consentirebbe di risolvere il principale problema non previsto dalla normativa vigente negli USA e riconducibile all'acquisizione di partecipazioni significative, ancor'che non di controllo, in imprese domestiche da parte di veicoli di investimento governativi esteri. Infatti, mentre l'acquisizione di partecipazioni di controllo è sottoposta al processo di *review* effettuato dal CFIUS, le quote significative, ma non di controllo sono sottratte a tale processo, pur potendo ugualmente influenzare la *corporate governance* della partecipata, nonché comportare minacce alla sicurezza nazionale⁵⁶⁸.

In tal modo i SWFs che investono solo seguendo una logica mirata alla massimizzazione del binomio rischio/rendimento potrebbero comunque cogliere i benefici di un investimento in titoli azionari, mentre quelli che perseguono logiche di natura politica sarebbero disincentivati all'investimento.

Se da un lato, tale soluzione risulta essere applicabile a tutti i veicoli che gestiscono ricchezza statale, come ad esempio alle *state owned enterprises*, acquisendo maggiore efficacia e non

⁵⁶⁴ Cfr MEZZACAPO S., “Law & Economics dei c.d. “Fondi Sovrani” d’investimento nell’ordinamento comunitario e nazionale”, 2009, cit, p 77: “Il focus dell’eventuale etero/autoregolamentazione e supervisione in materia, o meglio il suo ambito di applicazione, potrebbe esser spostato dal soggetto fondo sovrano, per ricadere sulle sue controparti contrattuali e sull’oggetto delle transazioni cui questi partecipano, nonché sugli effetti di quest’ultime nell’ambito del mercato comune”.

⁵⁶⁵ Cfr EPSTEIN R.A., ROSE A.M., *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, 2009, cit, p 119: “Some have suggested that SWFs be permitted to invest only through financial intermediaries”.

⁵⁶⁶ Cfr AIZENMAN J., GLICK R., *Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?*, Federal Reserve Board of San Francisco Economic Letter, 2007, disponibile sul sito <http://www.frbsf.org>.

⁵⁶⁷ Cfr GILSON R.J., MILHAUPT C. J., *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Merchantilism*, 2008, cit, p 1.

⁵⁶⁸ Cfr GILSON R.J., MILHAUPT C. J., *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Merchantilism*, 2008, cit, pp 7-10.

introdurrebbe restrizioni ai flussi di investimento da parte dei fondi sovrani, dato che il valore delle azioni secondo una prospettiva puramente finanziaria rimarrebbe inalterato, dall'altro contiene alcuni limiti. Infatti l'esercizio dei diritti di voto non è l'unico modo attraverso il quale si può influenzare la *governance* della partecipata ed inoltre tale divieto potrebbe ricadere anche sui fondi pensione governativi, che, fino ad ora, non hanno generato problemi⁵⁶⁹.

Bassan⁵⁷⁰, commentando tale proposta, ritiene che, da un lato sia inefficace, perché non colpisce tutte le situazioni patologiche, dall'altro possa generare rischi, considerando la discriminazione in relazione alla natura dell'investitore, pubblica o privata. In Europa vige il principio di non-discriminazione, pertanto tale misura non potrebbe esser applicata.

Analizzando complessivamente le diverse proposte regolamentari si può notare come vi sia una prevalenza di interventi "minimalisti", in modo tale da consentire comunque una libera circolazione dei capitali, senza l'erezione di barriere protezionistiche, che non sarebbero coerenti con i principi stabiliti dall'OCSE. Sembra altresì, che i Principi di Santiago siano un buon punto di partenza su cui costruire una disciplina complessiva ed organica dal lato degli Stati *home*, anche se per alcuni commentatori questi Principi possano già essere interpretati come un ottimo punto di arrivo.

Si ritiene comunque necessaria un'adesione più ampia da parte dei SWFs a suddetti principi in modo tale da garantire un più elevato livello informativo sulle loro attività, visto che l'elemento della *disclosure* rimane la problematica di maggior rilievo e quella – ad oggi – probabilmente non del tutto risolta.

⁵⁶⁹ Cfr GILSON R.J., MILHAUPT C. J., *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Merchantilism*, 2008, cit, p 29: "From the perspective of the U.S., the over inclusion problem results from the expectation that government whose SWFs and pension funds have their voting rights suspended will impose similar suspensions on the equity holdings of comparable U.S. government entities".

⁵⁷⁰ Cfr BASSAN F., "Una regolazione per i fondi sovrani", *Mercato, concorrenza, regole*, 2009, cit, p 114.

Capitolo 4

Il caso *Korea Investment Corporation*

4.1 Premessa

La mancanza di trasparenza che caratterizza, in media, i fondi sovrani, ha reso difficile l'analisi dei meccanismi gestionali e di *corporate governance* di singoli veicoli di investimento, in particolare nel caso dei fondi *commodities* appartenenti all'area Mena che, come notato in precedenza, hanno un limitato grado di *disclosure* e raramente mettono a disposizione *Annual* o *Quarterly Report*.

Oggetto di studio da parte della comunità scientifica sono stati, fino ad ora, principalmente i fondi sovrani istituiti nell'area OCSE, in particolare nell'area americana: l'*Alaska Permanent Fund* ne è un esempio. Le informazioni diffuse da tali SWFs non sembrano divergere di molto da quelle fornite dai fondi pensione e dai Fondi Sovrani appartenenti all'area Europea. Con riferimento a questi ultimi, le principali verifiche empiriche sono state realizzate sul *Government Pension Fund-Global* norvegese. Tale Fondo è ritenuto, unanimemente, un *benchmark* per i fondi sovrani, sia per quanto riguarda gli aspetti di *disclosure*, sia con riferimento ai meccanismi gestionali, sia, infine, per quanto attiene all'applicazione di *best practices* volte a considerare elementi di eticità⁵⁷¹.

Un'altra area geografica, i cui fondi sovrani sono stati oggetto di analisi attraverso i casi di studio da parte della letteratura, è quella del sud-est asiatico. Ciò in virtù, da un lato, della progressiva importanza assunta dai Paesi emergenti appartenenti a quest'area, quali motori trainanti dell'economia globale, e dall'altro alla adesione di un ampio numero di SWFs ai Principi di Santiago che ha comportato una maggiore *disclosure* rispetto ad esempio ai fondi appartenenti all'area medio-orientale⁵⁷². Tra i veicoli di investimento governativi analizzati possiamo citare *China Investment Corporation*⁵⁷³, *Temasek*⁵⁷⁴ e *Government of Investment Corporation*⁵⁷⁵.

Fino ad ora non è stato ancora oggetto di verifica empirica il *Korea Investment Corporation* (KIC), fondo sovrano istituito nel 2005 in Corea del Sud, che sarà studiato nel presente lavoro. La scelta di analizzare il fondo sovrano coreano è stata guidata da due ulteriori motivazioni: la prima di ordine macroeconomico, in quanto l'economia coreana è considerata, tra i Paesi del Sud-est asiatico e tra i

⁵⁷¹ Cfr CHESTERMAN S., *The turn to ethics: disinvestment from multinational corporations for human rights violations-the case of Norway's Sovereign Wealth Fund*, 2008, 2008, cit, pp 1-40

⁵⁷² Si ricorda che fondi sovrani quali *China Investment Corporation*, *Korea Investment Corporation* e *Temasek* hanno un *Linaburg-Maduell Index* compreso tra 6 e 8, ben maggiore rispetto ai fondi sovrani arabi appartenenti all'area medio-orientale, il cui indice è di molto inferiore a 5; le medesime considerazioni possono essere effettuate se si considera l'indice di Truman.

⁵⁷³ Cfr ARDUINO A., *Il fondo sovrano cinese*, 2009, cit, pp 1-158

⁵⁷⁴ Cfr GOLDSTEIN A., *Temasek: fondo sovrano o reincarnazione dell'IRI nello stretto di Malacca?*, 2008, cit, pp 50-63

⁵⁷⁵ Cfr CLARK G.L., MONK A., "Government of Singapore Investment Corporation (GIC): Insurer of last resort and bulwark of nation-state legitimacy", 2010, cit, pp 429-451.

Paesi emergenti in generale, un “modello di crescita, un migliore esempio rispetto alla Cina, troppo grande per essere imitata e migliore rispetto a Taiwan, Singapore e Hong Kong⁵⁷⁶”. La seconda motivazione, di ordine microeconomico e relativa alle peculiarità che connotano il KIC e che riguardano principalmente i seguenti elementi:

1. Si tratta di uno dei primi fondi sovrani che ha delegato la gestione di parte dell'*asset under management* a *manager* esterni. Nel 2007, ad esempio, su circa \$10 miliardi investiti in obbligazioni, l'80% era affidato a gestori esterni; poi nel corso del tempo questa percentuale è progressivamente diminuita, fino a raggiungere circa un 30% del patrimonio gestito nel 2011⁵⁷⁷. Ciò ha rilevanti, interessanti implicazioni in materia di *corporate governance* e di *asset allocation*, soprattutto geografica.
2. Ha iniziato, nel 2008, a diversificare maggiormente i suoi investimenti, includendo nell'*asset allocation* sempre più rilevanti quote di *alternatives*, ovvero quote di *hedge funds*, di fondi di *private equity*, di *real estate*⁵⁷⁸. A tal riguardo, il KIC è stato tra i primi i fondi a considerare, come elemento base della gestione delle riserve in eccesso, l'*illiquidity premium*, coerentemente con gli orizzonti temporali perseguiti di medio-lungo periodo.
3. Si connota per una *disclosure* consente di analizzarne i meccanismi di funzionamento. Pur non posizionandosi tra i primi veicoli di investimento sovrani per grado di trasparenza, il KIC ha un *Linaburg-Maduell Index* pari a 9, peraltro costante nel tempo, e uno *scoreboard* di Truman pari al 51%, che lo posiziona al di sopra di tutti i fondi dell'area medio-orientale. La predisposizione di *Annual Report* dal 2007 consente di ricavare importanti informazioni inerenti gli aspetti gestionali e di *governance*, ma la *disclosure* fornita è senz'altro inferiore rispetto a fondi come il *Government Pension Fund-Global*.

4.2 L'economia della Corea del Sud: tratti essenziali

Come anticipato nelle pagine che precedono, l'economia della Corea del Sud ha registrato una consistente ripresa dopo la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*, grazie alla normalizzazione dei flussi di investimento esteri dopo il crollo del 2008, ad una politica monetaria accomodante e ad una politica fiscale volta al consolidamento dei conti pubblici in particolare nel

⁵⁷⁶ Cfr *Briefing South Korea's economy*, “What do you do when you reach the top?”, *The Economist*, 2011, novembre 12-18, p 67: “For most poor countries, South Korea is a model of growth, a better exemplar than China, which is too vast to copy, and better, too, than Taiwan, Singapore or Hong Kong”.

⁵⁷⁷ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2007, p 23, disponibile sul sito <http://www.kic.go.kr>.

⁵⁷⁸ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2008, p 20, disponibile sul sito <http://www.kic.go.kr>.

2010⁵⁷⁹. Proprio nella seconda metà del 2010 l'economia della Corea del Sud ha sperimentato la transizione da una ripresa ad una robusta espansione, che ha condotto il Prodotto Interno Lordo ad un incremento del 6,2% rispetto al 2009.

Nonostante lo stretto legame con gli altri Paesi del sud-est asiatico e la tendenza dell'economia coreana ad essere esposta a *shock* di carattere esogeno - come nel caso della crisi asiatica manifestatasi nel 1997⁵⁸⁰-, essa si è dimostrata particolarmente resistente nel caso della crisi finanziaria del 2008, dato che ha comunque registrato una crescita del PIL in termini reali pari al 2,3%, rispetto al 5,1% registrata nel 2007.

Le principali determinanti della crescita in epoca di crisi finanziaria sono da ricondursi ai consumi, il cui incremento è stato di circa il 2% nel 2008 e alle esportazioni, il cui tasso di crescita nel 2008 è stato dell'11,6% rispetto all'anno precedente. Gli investimenti invece, che nel 2008 hanno subito una variazione negativa pari a -1,9%, nel 2010 sono stati l'elemento trainante della robusta espansione (sono cresciuti infatti del 7% rispetto al 2009). Probabilmente, assieme ai consumi, contribuiranno ad una crescita permanente nel medio-termine del PIL pari o di poco superiore al 4% (nella tabella 15 sono rappresentati alcuni indicatori dell'economia reale coreana utili per interpretarne i tratti di fondo).

Tabella 15

Principali indicatori economici dell'economia della Corea del Sud

					Proiezioni	
	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PIL nominale (in trilioni di won)	975,0	1026,5	1065,0	1172,8	1269,3	1365,1
PIL reale (var %)	5,1	2,3	0,3	6,2	4,5	4,2
Consumi	5,1	2,0	1,2	3,9	4,5	3,9
Investimenti	4,2	-1,9	-1,0	7,0	4,7	4,2
Inflazione	3,6	4,1	2,8	3,5	4,1	3,2

⁵⁷⁹ Cfr IMF, *Republic of Korea: 2011 Article IV Consultation-Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, 2011, pp 1-36, disponibile sul sito <http://www.imf.org>.

⁵⁸⁰ Cfr IMF, *Republic of Korea: 2011 Article IV Consultation-Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, 2011, cit, p 14: "Korea's experience during the recent global crisis has underscored that cross-border and sectoral linkages are important channels for the propagation of shocks. Despite strong fundamentals, the economy was severely affected by shocks originating elsewhere and the transmission of shocks across sector".

(Indice Prezzi al Consumo) a fine periodo						
Crescita M3	10,0	9,1	9,4	5,9	4,7	-
Tasso di crescita di esportazioni (var %)	15,8	11,6	-17,6	29,6	12,8	12,5
Esportazioni (in mld usd)	389,6	434,7	358,2	464,3	523,9	589,7
Importazioni (in mld usd)	352,4	429,5	320,3	422,4	495,5	560,2
Partite correnti (% PIL)	2,1	0,3	3,9	2,8	1,1	1,0
Riserve in valuta (mld usd)	262,1	201,1	269,9	291,5	316,2	339,7
Riserve in % di debito a breve termine	136,9	111,7	146,3	166,1	174,5	181,5
Debito pubblico totale (mld usd)	333,4	317,4	345,4	360,0	379,0	399,0
Debito pubblico in % PIL	31,8	34,0	41,4	35,5	32,6	31,8

Fonte: IMF, *Republic of Korea: 2011 Article IV Consultation-Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, 2011, cit, p 30.

Concentrando l'analisi sul saldo delle partite correnti, in questo caso espresso in rapporto al PIL, dato che è un indicatore utile ai fini di determinare la strategia adottata dalla Corea del Sud in termini di gestione del tasso di cambio e di accumulo di riserve in valuta⁵⁸¹, possiamo notare come il modello di tipo *export-led* abbia condotto ad un repentino aumento del saldo nel 2009 e nel 2010 (pari rispettivamente al 3,9% e al 2,8%, dato superiore di circa lo 0,5% rispetto alla media registrata nel periodo 2000-2007): a tal riguardo il tasso di crescita delle esportazioni si è dimostrato sempre superiore al 10%, ad esclusione del 2009, anno in cui si è registrato un decremento del 17,6%. La modifica del saldo delle partite correnti rispetto alla fine degli anni '90 - periodo in cui il disavanzo delle medesime doveva essere finanziato da afflussi di capitale privati e l'assenza di

⁵⁸¹ Si rinvia al paragrafo 1.1 per un'approfondita trattazione dell'argomento.

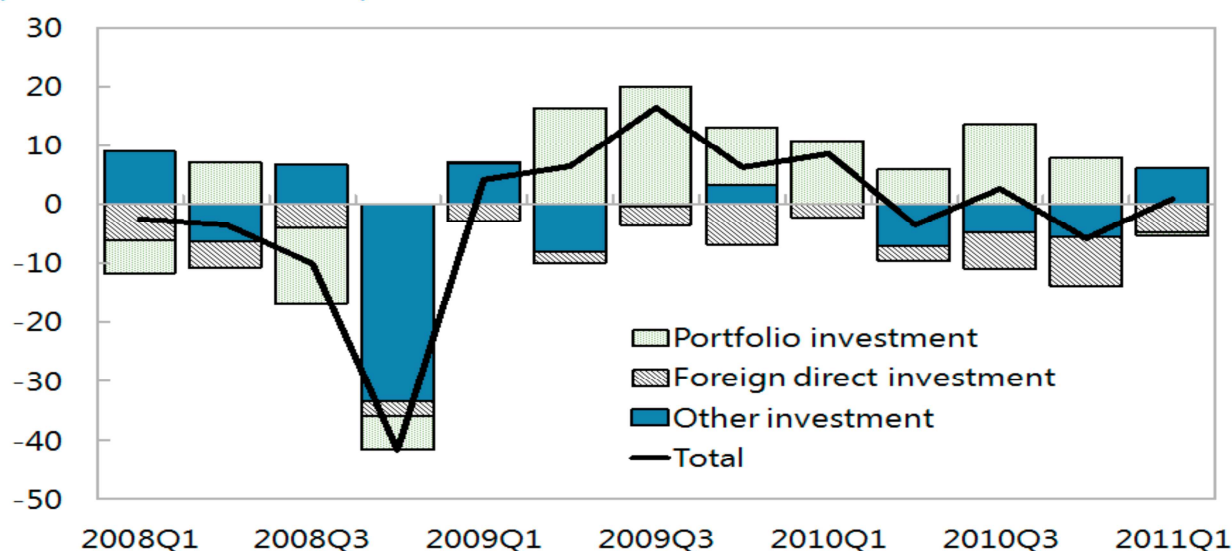
capitali stranieri ha portato al manifestarsi della crisi asiatica⁵⁸² - ha consentito al Paese di divenire esportatore netto di capitali e di ridurre l'indebitamento verso l'estero. Le proiezioni per il 2012 prevedono un progressivo declino dell'indebitamento fino a raggiungere il 31,8% rispetto al PIL. Tale modello non ha consentito una completa immunizzazione da eventuali *shock* esterni, pur limitandone gli effetti negativi⁵⁸³, come si può notare dal grafico 21, che rappresenta gli afflussi/deflussi di capitale nell'economia coreana.

Grafico 21

Flussi di capitale in miliardi di dollari

Net Capital Flows

(In billions of U.S. dollars)



Sources: CEIC Data Company Ltd.; Bank of Korea; and IMF staff calculations.

Fonte: IMF, *Republic of Korea: 2011 Article IV Consultation-Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, 2011, cit, p 28.

Rispetto alle altre economie dell'area asiatica⁵⁸⁴, in cui, durante la manifestazione della crisi finanziaria generate dai mutui *subprime*, gli afflussi di capitale sotto forma di IDE (*foreign direct*

⁵⁸² Si ricordi che il disavanzo di partite correnti della Corea del Sud prima del manifestarsi della crisi finanziaria del 1997, era pari a -1,2% del PIL nel 1994, a -2,0% del PIL nel 1995, fino a raggiungere il -4,9% del PIL nel 1996. Ciò consentiva un minor riparo da *shock* esogeni. Cfr IMF ANNUAL REPORT TABLES 1997, p 2, disponibile sul sito <http://www.imf.org>.

⁵⁸³ Cfr IMF, *Republic of Korea: 2011 Article IV Consultation-Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, 2011, p 18: "Korea has benefited from its export-led growth model, but relying mainly on a single engine of growth makes the economy vulnerable to shocks and contributes to rising social disparities".

⁵⁸⁴ Si rimanda al paragrafo 1.1 e al grafico 2 per un puntuale raffronto.

investment) si sono mantenuti relativamente elevati, in Corea del Sud i medesimi hanno avuto un decremento, mentre si sono mantenuti “robusti” gli afflussi di capitale sotto forma di investimenti in titoli di debito e azionari, in particolare dall’inizio del 2009.

Le risorse finanziarie provenienti dagli avanzi delle partite correnti e dagli afflussi di capitale, in particolare inerenti ad investimenti di portafoglio, concorrono a determinare le riserve in valuta, che manifestano una costante crescita dal 2008 in poi per raggiungere nel 2012 un presumibile valore di \$340 miliardi.

L’ammontare delle riserve in valuta risulta superiore al debito pubblico a breve termine in ogni periodo considerato coerentemente con quanto proposto dalla nota regola di Guidotti e Greenspan. Il rapporto tra i due valori passa, infatti, da un minimo del 111,7% nel 2008 ad un massimo del 166,1% del 2010, con proiezioni per un ulteriore incremento. Per di più, l’ammontare complessivo delle riserve in valuta risulta di poco inferiore all’intero stock di debito estero: nel 2010, ad esempio, le riserve ufficiali sono pari a \$291,5 miliardi, a fronte di un debito complessivo pari a \$360 miliardi.

Pertanto, si pone un problema di investimento in determinate attività finanziarie delle riserve in valuta, detenute in misura superiore rispetto alle logiche di carattere precauzionale. Recentemente, *Bank of Korea*, a cui è delegata la gestione delle medesime, in ottica di diversificazione, ha incrementato gli acquisti di oro, soprattutto in seguito al manifestarsi della crisi finanziaria riconducibile ai debiti sovrani⁵⁸⁵, come si nota dalla tabella 16, i cui dati sono tratti dal sito della Banca Centrale.

Tabella 16

Composizione delle riserve in valuta estera

StatisticalTable	ItemNames1	Unit	2007	2008	2009	2010	2011
8.5.International Reserves	Total	Thou.\$	262.224.070,00	201.223.413,00	269.994.736,00	291.570.661,00	306.402.488,00
8.5.International Reserves	Gold	Thou.\$	74.302,00	75.650,00	78.976,00	79.646,00	2.166.636,00
8.5.International Reserves	Special Drawing Rights	Thou.\$	68.583,00	86.021,00	3.731.871,00	3.539.921,00	3.446.715,00
8.5.International Reserves	IMF Reserve Position	Thou.\$	310.450,00	582.614,00	981.583,00	1.024.738,00	2.556.211,00
8.5.International Reserves	Foreign Currency Reserves	Thou.\$	261.770.734,00	200.479.128,00	265.202.306,00	286.926.356,00	298.232.927,00

Fonte: http://ecos.bok.or.kr/flex/EasySearch_e.jsp

⁵⁸⁵ Cfr SUNGWO P., EUNKYUNG S., *Bank of Korea Says It Boosted Gold Holdings in Foreign-Exchange Reserves*, disponibile sul sito <http://www.bloomberg.com>.

La tabella non consente di apprezzare, né quali siano gli strumenti finanziari esteri in cui investe *Bank of Korea*, né tantomeno la differente composizione valutaria, anche se, probabilmente, il dollaro è la valuta dominante⁵⁸⁶ e le attività finanziarie detenute sono a basso grado di rischio. Come evidenziato precedentemente massicci sono stati gli acquisti di oro, il cui controvalore a fine 2011 è pari a oltre \$2 miliardi.

Ma, dato l'elevato *stock* di valuta estera disponibile - la Corea del Sud è infatti l'ottava nazione in graduatoria per ammontare di riserve in valuta - le Autorità coreane hanno deciso di creare un veicolo di investimento per la gestione delle riserve in eccesso: il *Korea Investment Corporation* (KIC), che assume la forma di *reserve investment corporation*.

4.3 Il KIC: istituzione, evoluzione e meccanismi gestionali

Il *Korea Investment Corporation* fu istituito nel 2005 attraverso il *Korea Investment Corporation Act*⁵⁸⁷ per gestire parte della ricchezza nazionale conferitegli dal Governo e dalla *Bank of Korea* e contribuire a tal fine anche allo sviluppo del sistema finanziario della Corea del Sud⁵⁸⁸. Coerentemente con la forma assunta di *reserve investment corporation*, ovvero di veicolo di investimento in cui vengono trasferite le riserve in eccesso, l'obiettivo è la gestione delle medesime con criteri maggiormente orientati alla massimizzazione del binomio rischio/rendimento, rispetto alla gestione delle riserve in valuta effettuata dalla *Bank of Korea*⁵⁸⁹.

Secondo l'articolo 3 del *Korea Investment Corporation Act*, il KIC è un fondo sovrano con autonoma personalità giuridica, e non costituito nella forma di *pool* di *assets*⁵⁹⁰, e che, pertanto, risulta separato sia dallo Stato sia dalla Banca Centrale⁵⁹¹. Infatti, in sede di costituzione, il Governo coreano e *Bank of Korea* hanno fornito 1 *trillion* di won, ovvero \$20 miliardi ("*entrusted assets*"),

⁵⁸⁶ SUNGWOON P., EUNKYUNG S., *Bank of Korea Says It Boosted Gold Holdings in Foreign-Exchange Reserves*, disponibile sul sito <http://www.bloomberg.com>.

⁵⁸⁷ Cfr *KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT*, 2005, pp 1-16, disponibile sul sito <http://www.kic.go.kr>.

⁵⁸⁸ Cfr <http://www.kic.go.kr>, *Overview*.

⁵⁸⁹ Peraltro negli obiettivi di investimento del fondo la ricerca di più elevati rendimenti viene espressa in modo attenuato con la seguente dicitura: "*The investment objective of the Corporation is to achieve a stable and continuous return exceeding the benchmark within an appropriate level of risk*". Cfr *Investment Policy Statement*, 2006, p 6, disponibile sul sito <http://www.kic.go.kr>. Altri obiettivi definiti nella *mission*, riguardano lo sviluppo del settore finanziario e dell'economia coreana nel complesso e la formazione di un *pool* di talenti, mediante l'apprendimento di *know how* dai mercati finanziari internazionali.

⁵⁹⁰ Si ricorda che il 52% dei fondi sovrani ha personalità giuridica autonoma.

⁵⁹¹ Il KIC assume la tipica forma di entità giuridicamente autonoma, il cui azionariato è detenuto dallo Stato, in modo analogo al *China Investment Corporation*.

da gestire in modo differente rispetto alle riserve in valuta, il cui investimento avviene prevalentemente in strumenti finanziari a basso grado di rischio/rendimento.

Pertanto, scarse sono le informazioni riguardanti sia le modalità con cui avviene il trasferimento di risorse finanziarie tra Governo/Banca Centrale e fondo sovrano sia le condizioni che devono verificarsi affinché avvengano eventuali prelievi dal fondo stesso. Esse possono essere riassunte nei seguenti punti:

- L'iniziale capitale pari a \$20 miliardi è stato fornito dal Governo attraverso un trasferimento di risorse finanziarie in *cash*.
- Ulteriori trasferimenti di risorse finanziarie - si consideri che nel 2008 il Ministro della Strategie e delle Finanze ha deciso di conferire al KIC altri \$2 miliardi al fine di implementare gli investimenti in *asset classes* alternative e altri \$3 miliardi provenienti dal "*foreign exchange stabilization fund*"⁵⁹² - possono essere effettuati sia in *cash* che beni materiali/strumenti finanziari; il Ministro delle Finanze (ora nominato Ministro della Strategia e delle Finanze) autonomamente può stabilirne le modalità e il metodo di contribuzione⁵⁹³. L'attuale *asset under management* del fondo è pari a \$37,5 miliardi e l'obiettivo è quello di raggiungere i \$50 miliardi nel 2012⁵⁹⁴.
- Il KIC dovrebbe trasferire parte dei rendimenti ottenuti ai soggetti *sponsor* (Governo/*Bank of Korea*), a fronte della corresponsione dei medesimi soggetti di una *fee*⁵⁹⁵. Non si hanno indicazioni in merito né alla tempistica, né all'entità della retrocessione di risorse finanziarie ai soggetti *sponsor* a fronte dell'acquisizione di particolari commissioni. Né tantomeno vengono fornite delucidazioni in merito alle condizioni che dovrebbero verificarsi al fine di procedere a prelievi dall'*asset under management* del fondo sovrano (come, ad esempio, calo delle riserve in valuta al di sotto dell'ammontare di *stock* di debito estero a tre mesi, oppure verificarsi di particolari condizioni macro-economiche). Unicamente nell'*Annual Report 2007*⁵⁹⁶ viene riportato che "*KIC is contributing to preserving and enhancing sovereign wealth for future generations*", lasciando ipotizzare il perseguimento di un obiettivo di trasferimento delle risorse finanziarie in ottica inter-generazionale; ma non si hanno conferme in ulteriori documentazioni disponibili.

⁵⁹² Il *foreign exchange stabilization fund* è un veicolo di investimento utilizzato da *Bank of Korea* con finalità di ordine macroeconomico, in particolare per limitare l'eccessiva volatilità della valuta locale, il *won*. Cfr KIC ANNUAL REPORT 2008, cit, p 20.

⁵⁹³ Cfr ARTICLES OF INCORPORATION OF KOREA INVESTMENT CORPORATION, 2005, p 1, disponibile sul sito <http://www.kic.go.kr>.

⁵⁹⁴ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2010, p 5, disponibile sul sito <http://www.kic.go.kr>.

⁵⁹⁵ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2008, cit, p 9.

⁵⁹⁶ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2007, cit, p 8.

- Non sono fornite indicazioni in merito ad eventuali integrazioni di risorse finanziarie, procurate attraverso emissioni obbligazionarie da parte del fondo sovrano; sembra che l'attuale *asset under management* derivi integralmente da conferimenti da parte dei soggetti *sponsor* e dai *capital gain* ottenuti con riferimento al portafoglio di attività finanziarie.

Le risorse finanziarie conferite vengono gestite attraverso una struttura di *governance* che prevede un modello divisionale a capo del quale vi è come organo direttivo lo *Steering Committee*. Tale comitato direttivo è il più elevato organo decisionale del KIC, coerentemente con l'autonoma personalità giuridica di cui gode il fondo⁵⁹⁷, ed è attualmente composto dai seguenti nove membri⁵⁹⁸:

- Il Ministro delle Finanze;
- Il Governatore della *Bank of Korea*;
- L'amministratore delegato del KIC;
- Sei membri privati ("*Civil Member*"), esperti nel settore dell'*asset management*.

Tale composizione dovrebbe, da un lato, garantire la rappresentanza delle istituzioni che hanno conferito le risorse finanziarie al fondo (Ministro delle Finanze e Governatore della Banca Centrale), dall'altro, dovrebbe consentire un'autonomia ed una indipendenza nella gestione del fondo dai poteri pubblici data la presenza di sei membri con riconosciuta esperienza a livello internazionale nella gestione del risparmio.

Infatti, il *Korea Investment Corporation Act* è molto dettagliato nel definire i requisiti che devono presentare i membri privati⁵⁹⁹; essi devono essere professori universitari in ambito economico-finanziario o aver lavorato in istituti di ricerca per un periodo di almeno 10 anni nell'ambito della gestione finanziaria, oppure devono aver lavorato per almeno dieci anni in banche o altri intermediari finanziari nell'area finanza o in alternativa aver esercitato l'attività di *audit* per almeno dieci anni, dimostrando comunque elevata conoscenza in materia di gestione di portafogli.

La nomina dei membri viene predisposta da un particolare organo, il *Civil Member Candidate Nomination Committee*⁶⁰⁰ e poi l'incarico viene conferito dal Presidente della Repubblica di Corea. Non appare, peraltro, ben delineato il meccanismo di nomina nè l'eventuale facoltà del presidente di

⁵⁹⁷ Si ricordi che lo *Steering Committee* è presente nella maggior parte dei fondi costituiti nella forma di entità giuridicamente autonome: si rimanda al paragrafo 2.1 per un'approfondita trattazione con riferimento al *China Investment Corporation*.

⁵⁹⁸ Cfr *KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT*, 2005, p 3: "*The Committee shall be composed of not more than twelve members, including one chairman*"

⁵⁹⁹ Cfr *KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT*, 2005, p 3. I membri privati durano in carica 2 anni.

⁶⁰⁰ Tale organo è composto da 6 persone con rilevante esperienza in ambito finanziario, quattro delle quali sono nominate dall'*Asset Management Association of Korea*, dalla *Korea Life Insurance Association*, dalla *Korea Securities Dealers Association*, dalla *Korea Institute of Certified Public Accounts*, le rimanenti due sono stabilite con Decreto Presidenziale, e devono l'una avere la qualifica di professori in ambito economico-finanziario, l'altra aver operato in intermediari finanziari. Cfr *KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT*, 2005, pp 4-5.

esprimere un eventuale veto in merito a specifiche nomine. Sembra, tuttavia, che venga garantita una certa autonomia, dalle interferenze di natura politica nelle logiche gestionali, attraverso la presenza di sei membri privati.

Lo *Steering Committee* delibera sulle più importanti questioni inerenti la gestione del *Korea Investment Corporation*⁶⁰¹: si esprime in merito all'*asset allocation* strategica del fondo e alle politiche di investimento con orizzonte temporale di medio-lungo termine, alle eventuali modifiche del capitale gestito dal KIC (incrementi o decrementi), all'eventuale affidamento di risorse a manager esterni e nomina gli amministratori, approva il *financial statement* del fondo e valuta i *managers* in relazione alle *performance* ottenute⁶⁰².

Lo *Steering Committee* agisce a stretto contatto con tre organi:

- L'*Investment Subcommittee*, che implementa le decisioni dell'organo direttivo, si occupa della definizione dell'*asset allocation* tattica in accordo con il *Chief Investment Officer*, pianifica la gestione degli investimenti in ottica annuale e delibera in relazione a tutte le problematiche di *asset management* poste dallo *Steering Committee*. Quest'organo potrebbe essere interpretato quasi come il Comitato di *Asset Allocation* che è tipicamente presente nelle Società di Gestione del Risparmio.
- Il *Risk Management Subcommittee*, che predispone il sistema di *risk management* del fondo e delibera sui fattori di rischio che interessano singole tipologie di investimento.
- Un organo con un potere maggiormente esecutivo è il consiglio di amministrazione "*Board of Directors*", formato dal *Chief Executive (CEO)* e dagli altri amministratori scelti dal CEO stesso previa deliberazione dello *Steering Committee*. Mentre il CEO viene nominato direttamente dal Presidente della Corea del Sud su raccomandazione del Ministro delle Finanze e deliberazione dello *Steering Committee*, il numero degli amministratori può variare: non sono fornite informazioni né in relazione al numero attuale, né in relazione al *range* all'interno del quale può variare. Le principali funzioni espletate dal Cda riguardano l'utilizzo di fondi di emergenza - anche se non vengono indicate le condizioni in cui può manifestarsi il relativo utilizzo -, la predisposizione di un *budget* preventivo, l'adozione di regolamenti interni al KIC, e tutte le altre problematiche su cui è chiamato ad esprimersi dallo *Steering Committee*.

⁶⁰¹ Cfr *KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT*, 2005, pp 2-3.

⁶⁰² Il Presidente dello *Steering Committee* viene nominato tra i membri privati, eletto a maggioranza, presiede il Comitato Direttivo, ma non partecipa alla deliberazione di decisioni inerenti la nomina del Presidente, l'approvazione del bilancio e la valutazione delle *performance* dei gestori.

La *corporate governance* del fondo prevede, oltre agli organi sopra citati, la presenza di tre divisioni con compiti di natura strettamente operativo-gestionale⁶⁰³:

1. *Investment Management Division*, con a capo il *Chief Investment Officer (CIO)*⁶⁰⁴: tale divisione si occupa di tutta l'attività di investimento con diversi *team* suddivisi in relazione all'*asset class* di riferimento (*fixed income, equity*) o all'implementazione di particolari strategie (*Investment Strategy Group* e *Private Markets Group*). Il CIO implementa le misure riportate dallo *Steering Committee*, occupandosi di *asset allocation* tattica, di revisione della politica degli investimenti nel breve termine, di ribilanciamento di portafoglio e di monitoraggio delle *performance* e successivamente riporta e si interrela con Cda e lo stesso *Steering Committee*.
2. *Corporate Management Division*, presieduta dal *Chief Operating Officer (COO)*: le funzioni di tale divisione riguardano le attività di pianificazione a medio-lungo termine, la predisposizione di *business plan* annuali e il supporto informatico all'attività di gestione degli investimenti attraverso l'*Information Technology Team*.
3. *Risk Management Division*, presieduta dal *Chief Risk Officer (CRO)*, con la funzione di implementare il sistema di *risk management*, supervisionare i fattori di rischio, monitorare le *performance* degli investimenti.

In accordo con il *Korea Investment Corporation Act*⁶⁰⁵, nel KIC è anche presente la funzione di *internal audit* ("Statutory Auditor"), indipendente dalla gestione; l'*auditor* viene nominato dal Ministero delle Finanze, previa delibera dello *Steering Committee*, e svolge le tipiche funzioni di controllo, riportando problematiche relative alla gestione del fondo al CdA e predisponendo un *Audit Report*. Il controllo e la revisione del *financial statement* del KIC viene svolta da un *audit* esterno, designato dallo *Statutory Auditor* (il grafico 22 presenta la struttura organizzativa del KIC).

⁶⁰³ KIC ANNUAL REPORT 2009, p 15, disponibile sul sito <http://www.kic.go.kr>.

⁶⁰⁴ Cfr *KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT*, 2005, p 6: "The Chief Investment Officer (CIO) shall have had more than ten years of experience in investment in either a domestic/overseas financial institution of more than a certain size determined by the Presidential Decree, or an international financial organization".

⁶⁰⁵ Cfr *KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT*, 2005, pp 8-9.

Grafico 22

Struttura organizzativa del *Korea Investment Corporation*



Fonte: <http://www.kic.go.kr-organization>

Dall'analisi complessiva della struttura organizzativa, si possono notare dei meccanismi di *corporate governance* simili a quelli di investitori istituzionali quali fondi pensione e fondi comuni di investimento, con a capo un organo direttivo che definisce le linee guida e a scalare organi inferiori con poteri più limitati e tipicamente di natura esecutiva. In questo fondo sovrano sembra garantita una certa indipendenza rispetto alle interferenze di natura politica, quanto meno per la presenza di sei membri su nove nello *Steering Committee* che derivano dal mondo dell'*asset management* e comunque che non dovrebbero avere legami con il potere pubblico. Peraltro, rimane aperta la questione sull'effettiva influenza di membri quali il Ministro delle Finanze e il Governatore della *Bank of Korea* nella definizione delle linee guida o nella realizzazione di specifici investimenti, così come dell'eventuale veto che può porre il Presidente della Corea del Sud nella nomina dei membri dello *Steering Committee*.

Anche con riferimento al regime di reportistica agli *sponsors* viene detto molto poco: si sa solo che “*KIC reports on its business activities to the National Assembly in accordance with the National Assembly Act and the Act on The Inspection and Investigation of State Administration, and is*

*subject to annual inspections conducted by the National Assembly*⁶⁰⁶”, ma non vengono menzionati eventuali poteri del Parlamento in relazione a limitare/indirizzare l’attività di investimento del fondo⁶⁰⁷.

4.4 La politica di investimento del KIC: *asset allocation* e *stock picking*

Il principale obiettivo della politica di investimento attuata dal KIC è il conseguimento di stabili e continui rendimenti nel tempo, eccedenti rispetto ai *benchmarks* considerati, e ottenuti sopportando un appropriato livello di rischio⁶⁰⁸. In particolare, investendo in modo “responsabile e prudente⁶⁰⁹”, i principi di gestione dell’*asset under management* sono tesi alla minimizzazione dei rischi in cui si incorre investendo in singoli mercati e in singole *asset class* attraverso la diversificazione di portafoglio e all’individuazione di opportunità di investimento attraverso un gestione flessibile delle risorse finanziarie⁶¹⁰.

L’attività di investimento del KIC ha avuto inizio nel novembre 2006, successivamente al conferimento da parte dei soggetti *sponsor* di \$20 miliardi. L’iniziale *asset allocation* prevedeva la presenza di una limitata gamma di attività finanziarie (prevalentemente *bond* ed *equity*), nonostante l’*Investment Policy Statement*⁶¹¹ consentisse al fondo un’attività di investimento molto più ampia, definendo una lista aperta in strumenti finanziari in cui fosse possibile investire- “*The asset classes may include securities (including stocks and bonds defined under the KIC Act), foreign currencies, financial derivatives, deposits and real estates, etc.*” - e prevedendo anche la possibilità di prestare titoli in modo tale da incassare commissioni.

Durante il primo anno di vita del fondo⁶¹²- fino a dicembre 2007 - i principali elementi che concorrono a definire l’attività di investimento del fondo sono i seguenti:

- Sono stati investiti \$14,8 miliardi dei \$20 miliardi affidati dal Governo e da *Bank of Korea*; il Ministro delle Finanze nel 2007 ha deciso di conferire ulteriori \$13 miliardi con l’obiettivo di espandere l’investimento in nuove *asset classes* quali *alternatives* e *real estate* negli anni seguenti.

⁶⁰⁶ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, p 12.

⁶⁰⁷ Questa limitata trasparenza è avvalorata dall’articolo 37 del *Korea Investment Corporation Act (non-disclosure of information relating to corporate management and asset management)*: “*The information relating to the corporate management and asset management of the Corporation provided to the National Assembly pursuant to the provisions of Paragraph (1) shall not be disclosed to the public*”. Cfr *KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT*, 2005, p 12.

⁶⁰⁸ Cfr KIC INVESTMENT POLICY STATEMENT, 2006, p 6, disponibile sul sito <http://www.kic.go.kr>.

⁶⁰⁹ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, p 17.

⁶¹⁰ Cfr KIC INVESTMENT POLICY STATEMENT, cit., 2006, *Investment Principles*.

⁶¹¹ Cfr KIC INVESTMENT POLICY STATEMENT, cit, 2006, p 6.

⁶¹² Cfr KIC ANNUAL REPORT 2007, cit, p 22.

- Dei \$14,8 miliardi, \$10,3 miliardi (poco meno del 70%) sono stati investiti in *bond*, mentre i rimanenti \$4,5 miliardi (il 30%) sono stati investiti in azioni.
- La gestione delle risorse finanziarie è stata affidata nel primo anno quasi completamente a *manager* esterni: tutti i \$4,5 miliardi destinati all'investimento azionario e \$8 miliardi destinati all'investimento obbligazionario (complessivamente l'85% dell'*asset under management*) sono gestiti esternamente. La rimanente gestione obbligazionaria di \$2,3 miliardi è stata effettuata *in house*.
- Sono stati introdotti due *benchmark* distinti per *asset classes*: per il comparto obbligazionario il *Lehman Brothers Global Aggregate Bond Index*, per quello azionario il *Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Index*.
- Mentre la gestione obbligazionaria effettuata da *manager* esterni è una gestione attiva, in cui prevale il principio di diversificazione di portafoglio in ottica geografica - nella gestione obbligazionaria sono presenti a fine 2007 *bonds* in 11 valute di 23 Paesi -, ma anche *intra asset classes* - all'interno delle gestione obbligazionaria sono presenti *government bonds* (33%), *agency bonds* (7%), *corporate bonds* (12%), *asset backed securities* (20%) -. La gestione azionaria è inizialmente passiva - sono presenti azioni emesse da imprese appartenenti a 24 Paesi differenti e 13 aree valutarie; similmente la gestione obbligazionaria effettuata internamente è stata inizialmente passiva⁶¹³.

Nel 2008 si è verificata un'espansione dell'attività del fondo a livello internazionale, con un incremento delle aree geografiche in cui si sono diretti gli investimenti del KIC molto rilevante rispetto al 2007, dato che il portafoglio obbligazionario comprende *bonds* emessi in 21 valute da 55 Paesi, mentre il portafoglio azionario è composto da azioni provenienti da 37 Paesi e espresse in 26 valute differenti⁶¹⁴. Nel contempo si è avuto un aumento della quota di risorse finanziarie gestita internamente (35% rispetto ai 15% del 2007), mentre si è mantenuta sostanzialmente inalterata la composizione del portafoglio con un percentuale di obbligazioni pari a circa il 70%, rispetto ad un 30% di *equity*.

Nello stesso anno sono stati affidati \$2 miliardi dal Ministero delle Finanze per investimenti in *alternatives* - processo di investimento che avrà luogo a partire dalla seconda metà del 2009 - e \$3 miliardi per "*special investment*", tra i quali vi è da segnalare la rilevante quota acquisita in *Merrill Lynch* (per un controvalore pari a \$2 miliardi); mentre non vi è menzione dell'investimento dei \$13 miliardi affidati nel 2007, né è descritto se questi conferimenti del 2008 siano ulteriori oppure inclusi nelle risorse affidate nel 2007. Infatti, nell'*Annual Report* 2008 viene evidenziato come

⁶¹³ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2007, cit, p 27: "After a thorough preparation, we launched a USD 1.0 billion global bond index fund in August 2007".

⁶¹⁴ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2008, cit, pp 20-30.

“KIC has completed the building of its portfolio with the initially entrusted assets of USD 20.0 billion⁶¹⁵”, ma nulla viene detto in relazione all’*asset under management* complessivo a fine anno.

Il 2009 è probabilmente l’anno in cui si sono verificati i maggiori cambiamenti all’interno dell’attività di investimento del KIC, il cui *asset under management* raggiunge i \$30 miliardi nel mese di dicembre⁶¹⁶. In particolare si possono evidenziare le seguenti novità all’interno del processo di *asset allocation*:

- Vi è un consistente incremento delle risorse gestite internamente: a fine dicembre 2009, solo il 35% del totale delle risorse finanziarie del fondo (\$9,8 miliardi) viene affidato a *manager* esterni, mentre ben il 65% viene gestito *in house*.
- Lo stile di gestione dei *manager* interni si modifica da passivo ad attivo: mentre nel 2006 la gestione del portafoglio obbligazionario era effettuata attraverso la replica dell’indice, nel 2009 vi è stato uno *shift* verso una gestione attiva tesa a generare rendimenti oltre il *benchmark (alpha)* pur nell’ambito di un basso livello di *tracking error*.
- Vi è stata una modifica dell’*asset allocation* strategica sempre più improntata al perseguimento di più elevati obiettivi di rischio/rendimento: a fine 2009 il peso dell’*equity* sul totale del portafoglio tradizionale - ad esclusione degli *alternatives* - è salito al 47%, rispetto al 30% del 2007; nell’ambito del portafoglio obbligazionario sono stati acquisiti anche gli *inflation-linked bonds* in modo tale da migliorare il profilo rischio/rendimento.
- E’ stata data rilevanza anche all’*asset allocation* tattica, dato che, nell’ambito delle linee guida definite in ottica di *asset allocation* strategica, tra fine 2008 e inizio 2009, date le contingenti situazioni di mercato, l’*equity* è stato sottopesato di un 10% rispetto al *benchmark* a favore di un sovrappeso di *bonds* e *cash*.
- A metà 2009 sono stati introdotti gli investimenti in *asset class* alternative, che, a fine anno, hanno raggiunto poco meno del 7% del portafoglio: il 4,8% è investito in quote di *hedge funds* e *private equity* e in “investimenti speciali⁶¹⁷”, il 2% in *real estate* e *commodity*.

L’*Annual Report* redatto nel 2010⁶¹⁸ consente di avere uno spaccato dell’*asset under management* complessivo alla fine di dicembre in relazione agli investimenti effettuati dal fondo (si veda la tabella 17), il cui valore pari a \$37,5 miliardi è determinato in relazione ai continui conferimenti effettuati dai soggetti *sponsor* e dai guadagni conseguiti in conto capitale.

⁶¹⁵ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2008, cit, p 1.

⁶¹⁶ KIC ANNUAL REPORT 2009, p 20, disponibile sul sito <http://www.kic.go.kr>. Ciò consente di sottolineare come non siano stati investiti tutti i \$13 miliardi conferiti dai soggetti *sponsor* nell’anno 2007.

⁶¹⁷ Successivamente verrà spiegato che gli investimenti speciali si riferiscono ad acquisizione di quote di rilevante entità in imprese *leader* in determinati settori a livello globale.

⁶¹⁸ Questo *Annual Report* risulta il più chiaro rispetto ai precedenti nel definire il processo decisionale, i *benchmark*, l’*asset allocation* strategica del fondo e sembra fornire un maggior numero di informazioni. Cfr KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, pp 1-26.

Tabella 17

Asset Under Management del Korea Investment Corporation (dicembre 2010)

Portafoglio	NAV (\$ miliardi)	Peso (%)
<i>Asset classes</i> tradizionali	34,088	90,8
<i>Asset classes</i> alternative	2,085	5,5
Investimenti speciali	1,379	3,7
Totale	37,553	100

Fonte: KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, p 17.

Dalla tabella si nota che il totale delle risorse finanziarie gestite dal KIC è suddiviso in tre portafogli: il 90,8% è impiegato in *asset classes* tradizionali- rispetto alla totalità impiegata nel 2007-, il 5,5% in *asset classes* alternative e il 3,7% in investimenti speciali.

Per ciò che riguarda il portafoglio tradizionale o “*Traditional Asset Portfolio*”⁶¹⁹, la gestione è effettuata prevalentemente *in house* (70,3%), mentre il restante 29,3% è affidata a *manager* esterni, e con uno stile di gestione attivo al fine di conseguire rendimenti superiori rispetto ai *benchmark* proposti⁶²⁰.

Le tabelle 18 e 19 rappresentano l’*asset allocation* del KIC a fine 2010, suddivisa rispettivamente in relazione a tipologia di *asset class* (alternativa o tradizionale) e contributo alla crescita/rischio sopportato.

Tabella 18

Asset allocation KIC (dicembre 2010)

Portafoglio	<i>Asset Class</i>	<i>Asset under management (\$ milioni)</i>	Peso (%)
<i>Asset Classes</i> tradizionali	<i>Equity</i>	15.711	43,4
	<i>Bonds</i>	17.229	47,6
	<i>Inflation-linked bonds</i>	527	1,5
	<i>Cash</i>	622	1,7

⁶¹⁹ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, p 18.

⁶²⁰ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, p 18: “*Stock investments can be divided into two areas. The first is internal fund management (IFM), run by KIC internal fund managers and focused on achieving enhanced beta returns. The second in external fund management (EFM) run by managers in the head office, outsourcing to global external managers to achieve alpha. IFM was launched in 2008, with the mandate to use a passive strategy. KIC shifted its internal strategy from passive to enhanced beta in 2009*”.

<i>Asset classes alternative</i>	<i>Commodities</i>	485	1,3
	<i>Private equity</i>	670	1,9
	<i>Hedge Funds</i>	500	1,4
	<i>Real Estate</i>	430	1,2
Totale		36.173	100

Fonte: KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, p 1

Tabella 19

***Asset classes* suddivise in relazione al contributo alla crescita di portafoglio/categorie di rischio (dicembre 2010)**

Categoria di rischio	<i>Asset Class</i>	<i>Asset under management (\$ milioni)</i>	Peso (%)
<i>Growth Drivers</i>	<i>Equity</i>	15.711	43,4
	<i>Private equity</i>	670	1,9
	<i>Credit</i>	3.300	9,1
<i>Stable value</i>	<i>Global Government Bonds</i>	13.929	38,5
	<i>Hedge Funds</i>	500	1,4
	<i>Cash</i>	622	1,7
<i>Real return assets</i>	<i>Inflation-protected Bonds</i>	527	1,5
	<i>Real estate</i>	430	1,2
	<i>Commodities</i>	485	1,3
Totale		36.173	100

Fonte: KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, p 1

Dall'analisi della tabella 19 si evince come il maggiore contributo alla crescita del portafoglio (“*growth drivers*”) viene fornito dalla componente azionaria che pesa oltre il 43% del portafoglio e dalla sottoscrizione di quote di fondi di *private equity* (1,9% del totale del portafoglio), le cui quotazioni presentavano a fine 2008 interessanti opportunità di investimento, “*to capture higher risk-premiums associated with illiquid investments*”⁶²¹. Il terzo componente nell'ambito dei *growth drivers* è l'*asset class* definita “*credit*”, che pesa il 9,1% all'interno del portafoglio, e che dovrebbe

⁶²¹ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, p 20.

rappresentare l'investimento in obbligazioni *corporate*⁶²² - pur non essendo chiara la definizione all'interno dell'*Annual Report*.

Tra le categorie che garantiscono uno “*stable value*”, quindi una protezione in caso di andamento negativo dei mercati finanziari azionari, vengono inseriti i *global government bonds* (38,5%), le attività liquide - la cui componente è veramente minima (1,7%) - e le quote di *hedge funds* (1,4%). Con riferimento proprio agli *hedge funds* è interessante notare come vengano considerati veicoli di investimento che apportano risultati positivi anche in caso di andamenti avversi dei mercati finanziari, pertanto ci si potrebbe attendere una presenza di strategie di *low volatility* e *equity long/short*: in realtà nella prima metà del 2010, il KIC ha investito in fondi *global-macro* e *credit-related funds*⁶²³, oltre che *equity long/short*, strategie che comportano una certa esposizione all'andamento dei mercati finanziari, per poi, nella seconda parte dell'anno, massimizzare l'effetto diversificazione attraverso *multi-strategy funds* e *quantitative analysis*.

All'interno dei *real return asset* troviamo gli *inflation linked bonds* con un peso dell'1,5% del totale del portafoglio, la cui acquisizione è iniziata a partire dal 2009, le *commodities* (1,3%) e il *real estate* (1,5%).

Per ciò che riguarda le materie prime, l'investimento avviene a partire da fine 2009 prevalentemente in *commodity indexes* (il *benchmark* è lo *S&P GSCI Light Energy*, nonostante il fondo acquisisca anche *commodities* agricole e metalli preziosi e non), al fine di garantire da un lato copertura dall'inflazione, dall'altro una maggiore diversificazione di portafoglio attraverso l'acquisizione di strumenti finanziari che garantiscono comunque un'elevata liquidità⁶²⁴.

La quota, pur relativamente bassa, investita nel settore immobiliare, è coerente con l'orizzonte temporale di medio-lungo termine perseguito dal KIC, data la bassa liquidità associata a tale tipologia di investimento: l'ingresso nel settore *real estate* è avvenuto a fine 2009 al fine di sfruttare le opportunità di investimento che si sono presentate nei Paesi sviluppati, dopo il crollo dei prezzi verificatosi durante la crisi dei mutui *subprime*, e di ottenere una copertura contro l'inflazione.

La differenza tra i \$36,1 miliardi dell'*asset under management* rappresentato in tabella 20 e 21 e il totale delle risorse gestite - pari a \$37,5 miliardi - è determinata dalla presenza degli “*special investments*”⁶²⁵, ovvero dall'intento da parte del fondo sovrano di costituire un portafoglio diversificato mediante l'acquisizione di rilevanti partecipazioni in determinate imprese *leader* a

⁶²² La somma dei *credit* (9,1%) e dei *global government bonds* (38,5%) è pari al 47,6%, ovvero al totale dei *bonds*; pertanto la voce *credit* dovrebbe essere ricondotta all'interno della categoria *bonds*.

⁶²³ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, p 21.

⁶²⁴ Cfr KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, p 20: “*To protect the portfolio against future inflation caused in part by the shortage of low cost natural resources globally and competitive quantitative easing by various developed-economy governments, KIC decided to begin investing in commodity indexes in 2009, comprised of energy, metals and agricultural products*”.

⁶²⁵ KIC ANNUAL REPORT 2010, cit, p 21.

livello globale. A fine 2010 le partecipazioni detenute riguardano 4 imprese appartenenti al settore finanziario ed energetico: *in primis* Bank of America-Merrill Lynch, in cui KIC già deteneva oltre il 7% a fine 2008, gestita come parte dello *special portfolio*, a cui sono stati affiancati gli investimenti in tre imprese leader in USA nella produzione di *natural gas*, nella fattispecie *Chesapeake Energy*, e petrolio, *Laricina Energy* e *Osum Oil Sands Corp*. L'investimento complessivo nel 2010 è stato di \$500 milioni, con l'intento da parte del KIC di continuare anche nel corso degli anni seguenti ad espandere le acquisizioni.

Coerentemente con l'analisi aggregata effettuata precedentemente dell'evoluzione dell'*asset allocation* dei fondi sovrani dal 2007 a 2010⁶²⁶, è opportuno concentrarsi sul fondo KIC, al fine di evidenziarne eventuali specificità: nella tabella 20 vengono proposti i *benchmarks*, nel grafico 23 l'evoluzione dell'*asset allocation* strategica, nei grafici 24 e 25 l'*asset allocation* geografica e settoriale nel 2010 - negli anni precedenti non erano fornite tali informazioni -, nella tabella 21, in ottica di *stock picking*, le principali 30 posizioni azionarie detenute e nella tabella 22 le *performance* conseguite.

Tabella 20

Benchmark per asset class (dicembre 2010)

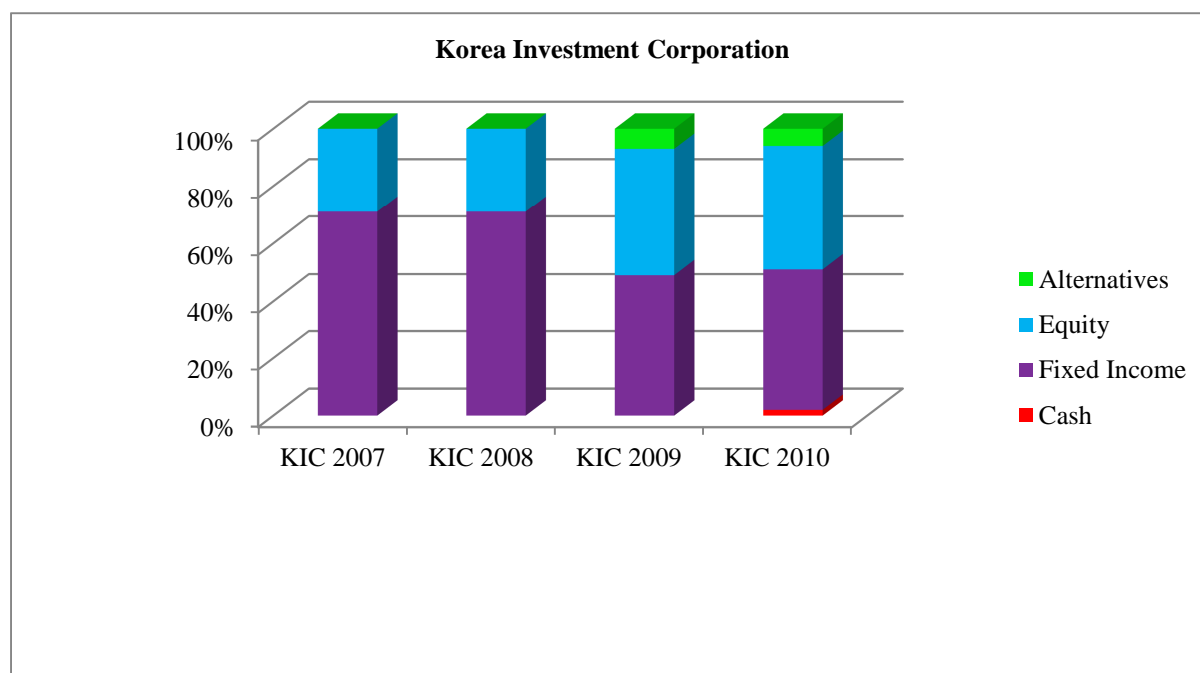
<i>Asset Class</i>	<i>Benchmark</i>	<i>Anno di introduzione</i>
<i>Equity</i>	<i>Morgan Stanley Capital International All Country</i>	2007
<i>Bonds</i>	<i>Barclays Capital Global Aggregate</i>	2008
<i>Inflation-linked bonds</i>	<i>Barclays Capital Global Inflation-linked</i>	2009
<i>Hedge Funds</i>	<i>G7 Inflation + 5%</i>	2010
<i>Private equity</i>		
<i>Real estate</i>		
<i>Commodity</i>	<i>S&P GSCI Light Energy</i>	2010

Fonte: KIC ANNUAL REPORT 2010

⁶²⁶ Si rinvia al paragrafo 2.2 per la trattazione.

Grafico 23

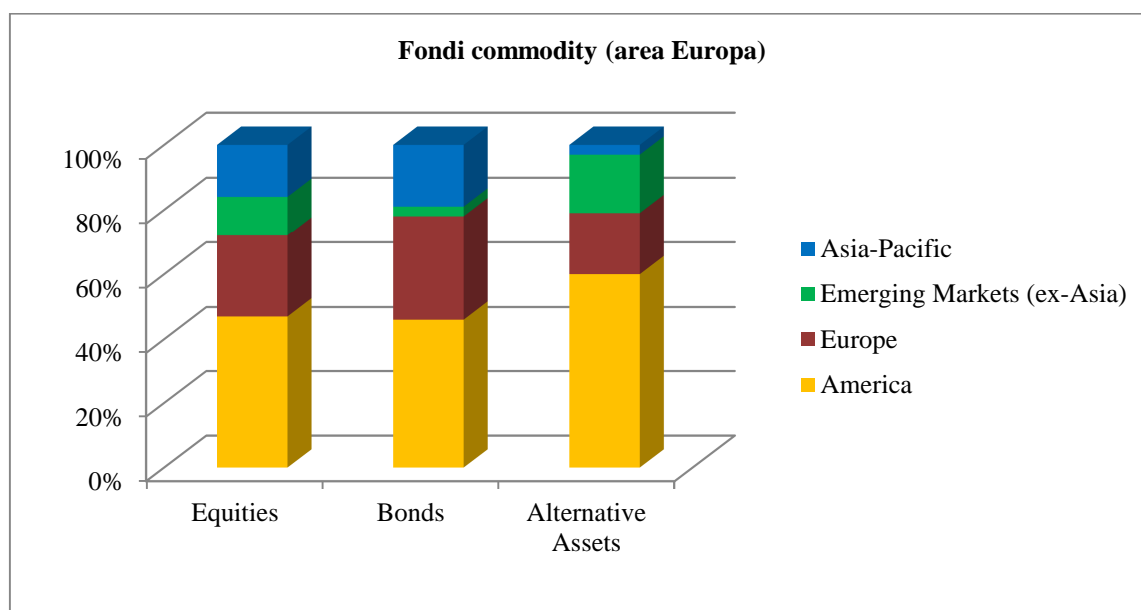
Evoluzione *asset allocation* strategica (dicembre 2007-dicembre 2010)



Fonte: KIC ANNUAL REPORTS, THOMSON REUTERS

Grafico 24

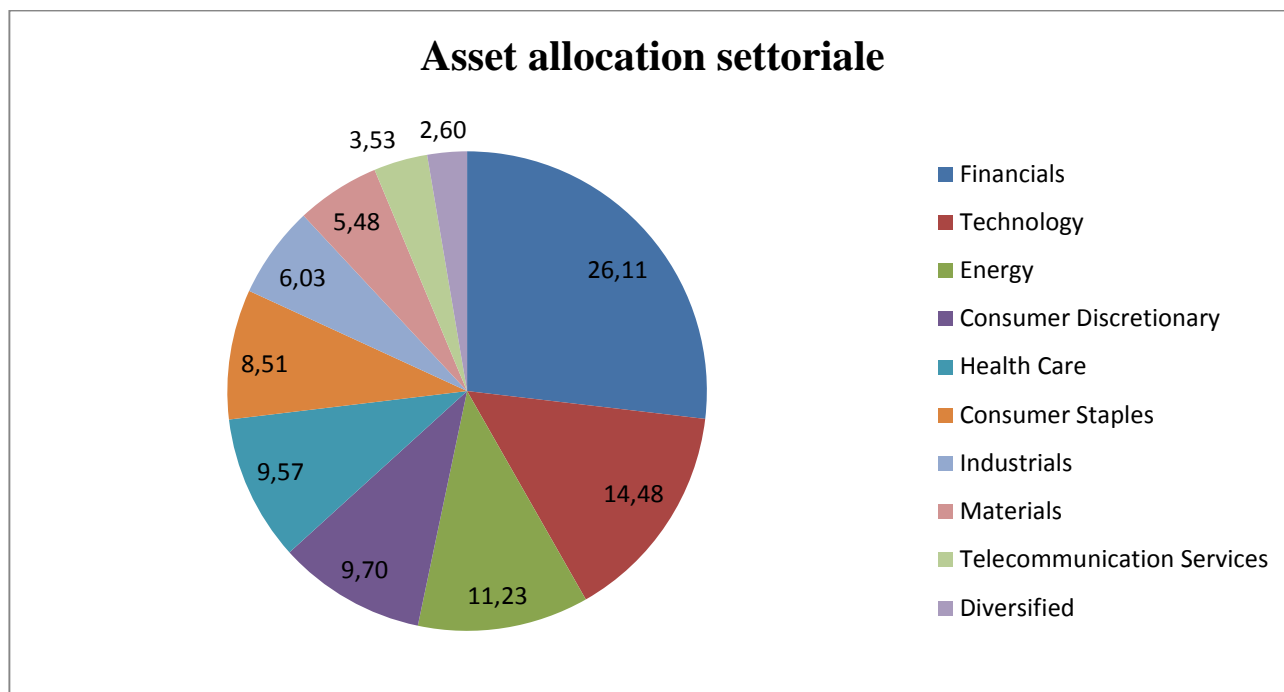
***Asset allocation* geografica per classi di attività (dicembre 2010)**



Fonte: KIC ANNUAL REPORT, THOMSON REUTERS

Grafico 25

Asset allocation settoriale (dicembre 2010)



Fonte: THOMSON REUTERS

Tabella 21

Stock picking: 30 principali titoli in portafoglio (dicembre 2010)

Azione	Settore	% Portafoglio	Valore (\$Milioni)
Bank of America Corp - Underlying	Financials	12,96	888,21
Apple Inc - Underlying	Technology	2,56	175,26
Exxon Mobil Corp - Underlying	Energy	2,21	151,60
Citigroup Inc - Underlying	Financials	1,42	97,34
Oracle Corp - Underlying	Technology	1,39	95,35
Chevron Corp - Underlying	Energy	1,31	89,88
Merck & Co Inc	Health Care	1,16	79,83
HSBC Holdings PLC - Underlying	Financials	1,15	78,84
Microsoft Corp - Underlying	Technology	1,13	77,33
General Electric Company	Diversified	1,08	74,06
Pfizer Inc - Underlying	Health Care	1,03	70,69
International Business Machines Corp -	Technology	1,02	69,83
BP PLC - Underlying	Energy	1	68,85
AT&T Inc - Underlying	Telecommunication Services	0,96	65,62
Johnson & Johnson	Health Care	0,91	62,70
Hewlett Packard Co	Technology	0,85	57,98
Halliburton Co	Energy	0,83	56,87
United Technologies Corp	Diversified	0,83	56,93
ConocoPhillips	Energy	0,83	57,11
Procter & Gamble Co	Consumer Staples	0,81	55,56
Vodafone Group PLC - Underlying	Telecommunication Services	0,81	55,64
Intel Corp - Underlying	Technology	0,77	52,79
International Paper Co	Materials	0,77	52,50
JPMorgan Chase & Co - Underlying	Financials	0,76	51,89
Metlife Inc	Financials	0,74	50,54
Wells Fargo & Co - Underlying	Financials	0,72	49,65
Philip Morris International Inc	Consumer Staples	0,72	49,04
Allstate Corp	Financials	0,7	47,69
Visa Inc	Financials	0,7	47,88

Fonte: THOMSON REUTERS

Tabella 22

Performance ottenute dal Korea Investment Corporation

	2007	2008	2009	2010
<i>Total rate of return</i>	7,40%	-13,71%	18,67%	8,46%
<i>Rispetto al benchmark</i>	-0,25%	-0,66%	+1,42%	+0,05%
<i>Equities</i>	5,19%	-41,43%	31,96%	≈ 5%
<i>Rispetto al benchmark</i>	-1,19%	-0,11%	-0,23%	-
<i>Bonds</i>	9,91%	3,81%	8,56%	≈ 11%
<i>Rispetto al benchmark</i>	+0,09%	-1,36%	1,71%	-

Fonte: KIC ANNUAL REPORTS

Dall'analisi dei grafici e delle tabelle si possono trarre alcune considerazioni:

1. Dal lato della *disclosure*, nel corso degli anni si è evoluto il grado di trasparenza del fondo con riferimento alle informazioni rese disponibili al pubblico: nonostante il *Linaburg-Maduell Index* si sia mantenuto costante nel tempo (pari a 9) il KIC ha diffuso un numero sempre maggiori di informazioni riguardanti l'*asset allocation*, in particolare strategica e geografica; mentre più difficoltosa è stata la raccolta di informazioni inerenti l'*asset allocation* settoriale e le partecipazioni detenute, per le quali si è dovuto ricorrere all'*info provider Thomson Reuters*. Solo a fine 2010 non sono state ben specificati in ottica di *performance attribution*, i risultati ottenuti dalle gestioni azionarie ed obbligazionarie e le eventuali sovra/sottoperformance.
2. Considerando i *benchmark* vi è da sottolineare come il *Barclays Capital Global Aggregate* abbia sostituito nel 2008 il *Lehman Brothers Global Aggregate Bond Index*, successivamente al fallimento di *Lehman Brothers*. Complessivamente vi è un determinato *benchmark* per ogni classe di attività e anche le obbligazioni indicizzate all'inflazione sono considerate classe a sé stante. Gli *alternatives* sono trattati in modo differente dato che per le *commodities* è presente l'indice *S&P GSCI Light Energy* - nonostante poi l'investimento avvenga anche in materie prime agricole e metalli - mentre per *hedge funds*, *private equity* e *real estate* è previsto un *target* di rendimento assoluto, rappresentato dall'inflazione dei Paesi G7 maggiorata di un 5%.
3. Dal lato delle funzioni dei *benchmark* si possono effettuare alcune considerazioni: analizzando il portafoglio azionario nel 2010 si può notare come, rispetto all'indice MSCI World, in cui l'area America pesa circa il 49%, l'Europa (compreso il Regno Unito) il 30% circa, il Giappone l'8% circa e i residui Paesi pesano per un 15%, l'*asset allocation* geografica non diverga eccessivamente, dato il peso dell'area americana pari al 48% e dell'area europea pari al 25% (si noti il grafico 26); dal lato dell'*asset allocation* settoriale - si osservi il grafico 27 -, considerando che i settori maggiormente pesati nell'MSCI World risultano essere il finanziario (18,5%), la tecnologia (13,22%), l'industriale (11,03%), l'energetico (10,9%), risulta esservi un sovrappeso del settore finanziario (26%) - probabilmente determinato dalla partecipazione in *Bank of America-Merrill Lynch*, mentre energia e tecnologia assumono sostanzialmente lo stesso peso. Pertanto lo stile di gestione del fondo sembra essere maggiormente orientato alla replica del *benchmark*, quindi passivo, soprattutto se si esclude la rilevante partecipazione sopra menzionata. Considerando il *benchmark* come elemento di valutazione delle *performance*, alcune informazioni vengono

fornite con riferimento alle *asset classes* tradizionali, mentre non vengono fornite informazioni riferite agli *alternatives*.

4. L'*asset allocation* strategica è stata modificata tra il 2008 e il 2009, proprio successivamente agli effetti provocati dalla crisi finanziaria relativa ai mutui *subprime* sulle *performance* del fondo: dopo un *total return* del -13,71% nel 2008, dovuto prevalentemente al crollo dei titoli azionari detenuti (-41,43%), lo *Steering Committee*, agendo in ottica *contrarian*, ha aumentato il peso della componente azionaria fino a circa il 44% a discapito di quella obbligazionaria, ridotta al 49% dal 70% del 2007; il rimanente 7% è stato investito in *alternatives* al fine di sfruttare da un lato i vantaggi dell'*illiquidity premium* (quote di *hedge funds*, *private equity*, *real estate*), dall'altro di ottenere copertura dall'inflazione (*commodities*, *real estate*, ma anche *inflation-linked bonds*, anche se considerati all'interno delle classi di attività tradizionali). Questa impostazione è coerente con gli orizzonti temporali di medio-lungo termine perseguiti e con la forma di *reserve investment corporation* assunta dal fondo. Infatti, nel medio-lungo periodo è opportuno detenere *equity* ed *alternatives* per sfruttare *equity* ed *illiquidity premium* e contemporaneamente tali attività possono apportare benefici in termini di performance coerenti con l'obiettivo di gestione delle riserve in eccesso perseguendo la massimizzazione del binomio rischio/rendimento. Infatti, gli obiettivi di carattere macro-economico e prudenziale sono già perseguiti dalla *Bank of Korea* che gestisce un elevato ammontare riserve in valuta in modo piuttosto prudente⁶²⁷.
5. L'*asset allocation* geografica non sembra evidenziare uno spiccato *home bias*, in modo analogo agli altri fondi sovrani: sia nel comparto azionario sia in quello obbligazionario è maggiormente pesata l'area americana, seguita dall'area europea. L'area Asia-Pacifico pesa meno del 20% del portafoglio, assumendo un carattere quasi residuale negli *alternatives*. Ciò si nota anche se si considerano le 30 principali posizioni detenute in portafoglio (tabella 23): tali azioni sono tutte quotate al *NYSE*, al *Nasdaq* o al *London Stock Exchange*; solo HSBC è anche quotata ad Hong Kong, ma la partecipazione è stata acquisita nel *London Stock Exchange*.
6. Dal lato delle *performance* vi è da notare la notevole perdita registrata nel 2008, dovuta principalmente alla componente azionaria (-13,71%), a cui ha fatto seguito un recupero nel 2009 (+18,67%) e nel 2010 (+8,46%), grazie all'incremento del peso di *equity* ed *alternatives*. Nei primi due anni in particolare, quando gran parte dell'*asset under management* era affidato a *manager* esterni (85% nel 2007 e 65% nel 2008) si registra una

⁶²⁷ Si rimanda al paragrafo 4.2 per una completa trattazione.

costante *underperformance* rispetto al parametro di riferimento, sia nel comparto azionario sia obbligazionario. A tal riguardo si può sottolineare che se l'affidamento di risorse a *manager* esterni può garantire una certa indipendenza nella gestione e limitare l'influenza politica⁶²⁸, dall'altro lato il profilo commissionale e l'*underperformance* nei confronti del *benchmark* hanno comportato un minore rendimento ottenuto dal fondo.

7. Analizzando le principali partecipazioni detenute si può evidenziare come siano principalmente *large caps* americane: oltre all'investimento di poco meno di \$ 1 miliardo in *Bank of America-Merrill Lynch*, le principali azioni detenute sono rispettivamente la prima e seconda maggiormente capitalizzate a livello globale (*Apple* e *Exxon-Mobil*).

Il rilevante *asset under management* pari a \$37,5 miliardi con obiettivo di incremento a \$50 miliardi, il processo di gestione, l'*asset allocation* strategica, geografica e settoriale non rende dissimile il *Korea Investment Corporation* da altri investitori istituzionali quali fondi pensione e fondi comuni di investimento.

Con un miglioramento in fase di *disclosure* sarebbe interessante indagare il contributo degli *alternatives* alle *performance* di portafoglio, ma anche le condizioni che si devono manifestare affinché si verifichino eventuali prelievi dal fondo e i relativi utilizzi. Tali temi aprono ambiti di indagine per i quali si rinvia ad ulteriori lavori futuri.

⁶²⁸ Peraltro il processo di affidamento delle risorse finanziarie a *manager* esterni è contrario a quello che è avvenuto in altri fondi, in cui, proprio per evitare l'influenza politica, si affidano sempre maggiori risorse finanziarie a Società di Gestione del Risparmio terze (il CIC ne è un esempio). Nel *Korea Investment Corporation* la gestione esterna è avvenuta fino a quando non sono state raggiunte le necessarie competenze *in house*, tali da poter investire un rilevante ammontare di risorse finanziarie.

Conclusione

Il lavoro che precede ha consentito di analizzare in dettaglio il fenomeno dei Fondi Sovrani nelle loro diverse dimensioni: origine, obiettivi ascritti e funzioni svolte, specificità gestionali e implicazioni di ordine regolamentare. La prospettiva di ricerca è stata tipicamente quella degli studi di Economia degli Intermediari Finanziari. Si è proceduto all'analisi del fenomeno ipotizzando che le logiche gestionali e gli approcci all'attività di investimento degli *assets* dei SWFs possano essere assimilate a quegli degli altri attori operanti nel settore della gestione patrimoniale, quali fondi comuni di investimento e fondi pensione, tesi alla massimizzazione del rapporto rischio/rendimento pur nella consapevolezza dei particolari macro-obiettivi di ordine istituzionale che perseguono i diversi tipi di SWFs, ovvero la stabilizzazione del bilancio dall'eccessiva volatilità dei prezzi delle materie prime, l'accumulazione del risparmio, il trasferimento della ricchezza in ottica intergenerazionale, la copertura di eventuali deficit pensionistici futuri.

Dalla *review* della letteratura che ha affrontato il tema dei SWFs e dalla verifica empirica svolta in questo lavoro, relativa all'analisi dell'*asset allocation* dei Fondi Sovrani, sembra trovare conferma l'ipotesi che tali veicoli di investimento, nel medio-lungo termine, agiscano adottando le medesime logiche di investimento degli altri investitori istituzionali, mentre sembra delinearsi, nel breve periodo, una deviazione dall'obiettivo di un'*asset allocation* volta ad ottimizzare la gestione del portafoglio in termini finanziari.

In particolare, dalla ricerca effettuata in questa sede emerge che l'orizzonte temporale di riferimento è certamente un elemento fondamentale nella costruzione del portafoglio dei SWFs, in modo analogo a quanto avviene nei fondi comuni di investimento e nei fondi pensione. Infatti, all'interno dell'arco temporale preso in considerazione in questa sede (2007-2010), i veicoli di investimento con orizzonte temporale di medio-lungo termine – tipicamente i fondi di risparmio, i *Sovereign Pension Reserve Funds* e le *Reserve Investment Corporation* – hanno incrementato la componente azionaria del portafoglio rispetto a quella di liquidità e a quella obbligazionaria in modo da poter sfruttare il maggior rendimento associato alla detenzione, nel medio-lungo termine, di titoli azionari, ovvero l'*equity risk premium*. Inoltre, sempre le stesse categorie di SWFs hanno progressivamente introdotto – ed in particolare nel 2010 – quote sempre maggiori di *asset* alternativi, e cioè quote di *Hedge Funds*, di *Private Equity*, di *commodities* e di *real estate* con l'obiettivo di conseguire extra-rendimenti nel lungo termine derivanti dalla detenzione di attività caratterizzate da un minor grado di liquidità, ossia dal c.d. *illiquidity premium*. Per quanto riguarda, invece, i fondi di stabilizzazione, che hanno un orizzonte temporale di breve periodo in coerenza con il perseguimento del loro macro-obiettivo istituzionale volto ad isolare il bilancio statale

dall'eccessiva volatilità dei prezzi delle materie prime, sono caratterizzati da un'*asset allocation* più conservativa, con una prevalenza di titoli obbligazionari e attività liquide.

Dall'analisi svolta deriva altresì che le stesse modalità di *funding* utilizzate dai SWFs incidono e determinano le scelte di portafoglio: i *commodity funds*, nell'ipotesi che perseguano l'obiettivo di stabilizzazione, detengono un'*asset allocation* più prudente rispetto ai *non-commodity funds*. Ciò sembra, peraltro, coerente con le tecniche di ottimizzazione del portafoglio che prevedono come "*anchor asset*" una materia prima i cui prezzi nel corso degli anni sono stati caratterizzati da un'elevata volatilità, come, per esempio, il petrolio.

La ricerca condotta ha inoltre dimostrato come anche i Fondi Sovrani possano essere caratterizzati da talune tipiche distorsioni che connotano i fondi comuni di investimento e i fondi pensione come, per esempio, l'*home bias*, ovvero la preferenza a detenere strumenti finanziari appartenenti al territorio domestico o comunque alla medesima area geografica in cui ha sede il fondo piuttosto che operare un'elevata diversificazione geografica a livello internazionale. Come si è potuto apprezzare nel lavoro, tale considerazione sembra valere in particolare per i Fondi Sovrani con sede in Europa e in America.

Le considerazioni che precedono sembrano valere, in particolare, se si fa riferimento all'*asset allocation* strategica e geografica di medio-lungo termine, mentre nel breve periodo sembra che i SWFs possano deviare dall'obiettivo di ottimizzazione di portafoglio; comportamento quest'ultimo che non sembra invece inficiare la gestione degli altri investitori istituzionali. Infatti, se, come dimostrato precedentemente, si considera l'attivismo dei veicoli di investimento governativi durante la crisi finanziaria originata dai mutui *subprime*, si può notare come, a partire dall'ultimo trimestre del 2007, siano state utilizzate dai SWFs rilevanti disponibilità liquide per compiere operazioni di ricapitalizzazione "governative" al fine di salvare da un probabile *default* istituzioni finanziarie caratterizzate da precari equilibri economico-finanziari. Gli interventi di ristrutturazione negli intermediari bancari in crisi da parte degli altri investitori istituzionali di matrice privata sono, infatti, stati di minore entità rispetto a quelli dei SWFs, soprattutto se si considerano le rilevanti partecipazioni azionarie detenute da questi ultimi nelle principali banche americane ed europee a fine 2008. Inoltre, nel quarto trimestre 2008, i Fondi Sovrani dell'area medio-orientale, hanno modificato decisamente il loro portafoglio, cedendo gran parte delle attività detenute a livello internazionale per fornire liquidità al sistema economico-finanziario domestico e partecipare alle operazioni di salvataggio di istituzioni finanziarie nazionali che rischiavano il fallimento: ne sono significativi esempi il *Qatar Investment Authority*, il *Kuwait Investment Authority* e il *Mubadala*.

Sembra quindi si possa concludere che, nel breve periodo, le strategie di investimento dei patrimoni da parte dei Fondi Sovrani possano essere determinate non solo da obiettivi di natura tipicamente

finanziaria; al contrario, queste strategie si caratterizzano anche per la presenza di distorsioni di natura politica, “*political bias*”, con effetti positivi in ottica di stabilizzazione dei mercati finanziari. Dal lato dell’acquisizione di partecipazioni nel settore bancario, si controbilanciano gli effetti positivi derivanti dall’iniezione di liquidità in imprese che affrontavano gravi problematiche di *funding*, con le implicazioni derivanti dall’assunzione di rilevanti partecipazioni in un settore considerato strategico per le diverse economie nazionali. Rimangono, a tal riguardo, inalterati i dubbi sulle possibili problematiche – in quanto non dimostrate nel presente lavoro – rappresentate dall’operatività dei SWFs e connesse con il rischio di “sottrazione” di *know how* tecnologico e la potenziale minaccia alla sicurezza nazionale.

Il caso di studio presentato in questo lavoro sembra peraltro non essere caratterizzato da problemi di *political bias* a testimonianza del fatto che non si tratta di una implicazione necessaria. In termini di gestione finanziaria, il *Korea Investment Corporation* ha mostrato, dal 2007 ad oggi, un progressivo passaggio della sua *asset allocation* strategica verso una composizione più aggressiva: se, inizialmente, la componente obbligazionaria era assolutamente prevalente e pari ad oltre l’80% del portafoglio, il Fondo Sovrano, agendo in ottica *contrarian*, ha progressivamente incrementato la componente azionaria in seguito al crollo dei prezzi verificatosi nel 2008, portandola a poco meno del 50% del totale degli *assets under management*. Inoltre, ha provveduto ad inserire quote di *alternatives*, in coerenza con la struttura di *reserve investment corporation*, il cui macro-obiettivo – lo si ribadisce – è la gestione delle riserve in valuta in modo più aggressivo rispetto alla gestione effettuata dalla Banca Centrale, ossia la *Bank of Korea*. Infine, anche per quanto riguarda l’*home bias*, tale distorsione sembra caratterizzare in modo inferiore il KIC rispetto alla media dei Fondi Sovrani dell’area Asiatica: dall’analisi svolta nel presente lavoro emerge come le più rilevanti posizioni azionarie ed obbligazionarie siano detenute nell’area americana, mentre l’acquisizione di un’importante quota – ulteriormente incrementata dopo il 2008 – di *Bank of America-Merrill Lynch* lascia ipotizzare il perseguimento di logiche diverse rispetto a quelle di carattere puramente finanziario. Occorre comunque ricordare come le partecipazioni siano state acquisite a prezzi scontati, dopo il pesante crollo del settore bancario statunitense avvenuto nell’ultima parte del 2007 e nella prima metà del 2008.

In conclusione, si può osservare come, dal presente lavoro, emerga che i Fondi Sovrani perseguono nel medio-lungo periodo i medesimi obiettivi di massimizzazione del binomio rischio/rendimento analogamente agli altri investitori istituzionali di matrice privata, mentre nel breve periodo non si può escludere il perseguimento anche di logiche in parte differenti e riconducibili ad obiettivi di natura politica. Tale caratteristica sembra quindi rendere questi veicoli di investimento “differenti”, quasi “speciali”, rispetto agli altri attori tipicamente operanti nella gestione dei patrimoni finanziari,

in coerenza con la natura pubblica degli stessi. Quest'ultimo aspetto, unito alla potenziale presenza di un “*political bias*” nella gestione finanziaria, come dimostrato nel presente lavoro e congiuntamente alla progressiva importanza assunta dagli *assets under management*, rende i SWFs “speciali” e meritevoli di ulteriori studi e approfondimenti sia a livello teorico sia a livello regolamentare e da parte dei *policy makers*, al fine di comprendere meglio la loro natura e le potenziali implicazioni connesse con il loro operare nei mercati finanziari e, più in generale, nei sistemi economici dei Paesi più sviluppati. Vengono in tal modo a delinearsi ulteriori interessanti percorsi di ricerca futuri.

Bibliografia

AIZENMAN J., *Large hoarding of international reserve and the emerging global economic architecture*, NBER, luglio 2007

AIZENMAN J., GLICK R., *Sovereign Wealth Funds: Stumbling Blocks or Stepping Stones to Financial Globalization?*, Federal Reserve Board of San Francisco Economic Letter, 2007

AIZENMAN J., GLICK R., *Sovereign Wealth Funds: Stylized Facts About Their Determinants and Governance*, NBER Working Paper Series, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, 2008

AL SA'AD B.M., *Overview on the Kuwait Investment Authority and issues related to sovereign wealth funds*, Key Note Speech at the First Luxembourg Foreign Trade Conference, aprile 2008

ALBEROLA E., SERENA J.M., "Reserves, SWFs and the Resilience of Global Imbalances", *Economic Notes*, n.3, 2008

ANTONIOU A., GALARIOTIS E.C., SPYROU S.I., *Are contrarian investment strategies profitable in the London Stock Exchange? Where do these profits come from?*, Working Paper, University of Durham, 2007

ARDUINO A., *Il fondo sovrano cinese*, O barra O edizioni, Milano, 2009

ARTICLES OF INCORPORATION OF KOREA INVESTMENT CORPORATION, 2005

AVENDAÑO R., SANTISO J., *Are Sovereign Wealth Funds' Investments politically biased? A comparison with mutual funds*, Working paper n 283, OECD Development Centre, 2009

BAELE L., PUNGULESCU C., HORST J.T., "Model uncertainty, financial market integration and the home bias puzzle", *Journal of International Money and Finance*, 2007, n 26

BALDING C., *A Portfolio Analysis of Sovereign Wealth Funds*, University of California, Irvine, 2008

BALDING C., YAO Y., *Portfolio allocation for Sovereign Wealth Funds in the Shadow of Commodity Based National Wealth*, HSBC Business School, Peking University Graduate School Shenzhen, China, 2011

BARBARY V., CHIN E., *Testing Time: Sovereign Wealth Funds in the Middle East & North Africa and the Global Financial Crisis*, Monitor Report, maggio 2009

BANCA CENTRALE EUROPEA, "Globalizzazione, interscambio e contesto macroeconomico dell'area dell'euro", in *Bollettino Mensile*, gennaio, 2008

BANK OF INTERNATIONAL SETTLEMENT, *Accumulo di riserve valutarie nei mercati emergenti: implicazioni sul piano interno*, Rassegna Trimestrale, settembre 2006

BANZ R., "The Relationship between Return and Market Value of Common Stocks", *Journal of Financial Economics*, 1981, n 9

- BARBARY V., BORTOLOTTI B., *Taming Leviathan: Foreign Investment, Political Risk and a Regulatory Framework for Sovereign Wealth Funds*, Paolo Baffi Centre on Central Banking and Financial Regulation, Università Bocconi, 2011
- BARRON J.M., NI J., “Endogenous asymmetric information and international equity home bias: The effects of portfolio size and information costs”, *Journal of International Money and Finance*, 2008, n 26
- BASSAN F., “Una regolazione per i fondi sovrani”, *Mercato, concorrenza, regole*, n 1, 2009
- BAUER R., KOEDIJK K., OTTEN R., *International Evidence on Ethical Mutual Fund Performance and Investment Style*, Working Paper, Maastricht University, 2002
- BECK R., FIDORA M., *The Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Financial Markets*, European Central Bank, Occasional Paper Series, n 91, 2008
- BERGSTROM C., RYDQVIST K., “Ownership of equity in dual-class firm”, *Journal of Banking and Finance*, 1990, vol 14, issues 2-3
- BERLE A., MEANS G.C., *The Modern Corporation and Private Property*, McMillan, New York, 1932
- BERNANKE B., *The Global Savings Glut and the U.S. Current Account Deficit*, Virginia Association of Economics, Virginia, 2005
- BERNSTEIN S., LERNER J., SCHOAR A., *The investment strategies of sovereign wealth funds*, Working Paper 14861, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Massachussets, 2009
- BERTONI F., *Fondi sovrani e processo di integrazione finanziaria internazionale: stepping stones o stumbling blocks?*, in *Osservatorio Monetario*, 2008
- BLACKBURN J., DELVECCHIO B., FOX I., GATENIO C., KHAYUM O., WOLFSON D., *Do sovereign wealth funds best serve the interest of their respective citizens*, Working Paper, University of Chicago, Marzo 2008
- BLUNDELL-WIGNALL A., WEI HU-Y., YERMO J., *Sovereign Wealth and Pension Fund Issues*, Financial Market Trend, OECD, 2008
- BOLOGNESI E., TASCA R., *Il ruolo del benchmark tra passato e futuro*, in (a cura di) BROGI M., COMANA M., *Saggi in onore di Tancredi Bianchi*, 2009, cit, volume 3
- BORDO M.D., GOLDIN C., WHITE N.(a cura di), *The Defining Moment: The Great Depression and The American Economy in the Twentieth Century*, Chicago, University of Chicago, 1998
- BORIO C., GALATI G., HEATH A., *FX reserve management: trends and challenges*, BIS papers, n 40, Monetary and Economic Department, 2008
- BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., MIRACKLY W., *Sovereign Wealth Fund Investment Patterns and Performance*, Nota di lavoro, Fondazione Enrico Mattei, 2009

- BORTOLOTTI B., FOTAK V., MEGGINSON W., *The financial impact of sovereign wealth fund investments in listed companies*, Maggio 2008
- BOTTIGLIA R., PALTRINIERI A., *Financial Crisis and Ownership of Global Banks*, in (a cura di) BOTTIGLIA R., GUALANDRI E., MAZZOCCO G. N., *Consolidation in the European Financial Industry*, Palgrave MacMillan, 2010
- BRANDT M., KAVAJECZ K., “Price Discovery in the U.S. Treasury Market: The Impact of Orderflow and Liquidity on the Yield Curve”, *Journal of Finance*, 2004, 59, n 6
- BRAUNSTEIN J., *Sovereign Wealth Funds, The Emergence of State Owned Financial Power Brokers*, The Australian National University, University of Vienna, gennaio 2009
- BRAV A., JIANG W., KIM H., *Hedge Fund Activism: A Review*, 2010
- BRAV A., JIANG W., THOMAS R., PARTNOY F., “Hedge Fund Activism, Corporate Governance, and Firm Performance”, *The Journal of Finance*, 2008, vol 63
- BUSSI M., *Dubai sull’orlo della bancarotta*, Milano Finanza, 26/11/2009
- CAMBA R., “La crisi finanziaria: cause micro, macro e ‘istituzionali’”, *Banche e Banchieri*, 2009, n 6
- CAMPBELL C.J., LAHERRÈRE J.H., “The End of Cheap Oil”, *Scientific American*
- CAVES E.R., *Multinational Enterprise and Economic Analysis*, Cambridge, Cambridge University, 1996
- CHHAOCHHARIA V., LAEVEN L.A., *The Investment Allocation of Sovereign Wealth Funds*, luglio 2009, pp 1-52
- CHESTERMAN S., *The turn to ethics: disinvestment from multinational corporations for human rights violations- the case of Norway’s Sovereign Wealth Fund*, 2008
- CHIARLONE S., *Accumulazione di riserve e costituzione di fondi sovrani*, in *Osservatorio Monetario*, n.3, Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, 2008
- CHIARLONE S., FERRI G., *Squilibri globali e accumulazione di riserve*, in *Osservatorio Monetario*, n.3, Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, 2008
- CHINA INVESTMENT CORPORATION ANNUAL REPORT 2009
- CHINA INVESTMENT CORPORATION ANNUAL REPORT 2010
- CLARK G.L., *Temptation and the virtues of long-term commitment: the governance of sovereign wealth fund investment*, febbraio 2009
- CLARK G.L., MONK A., “Government of Singapore Investment Corporation (GIC): Insurer of last resort and bulwark of nation-state legitimacy”, *The Pacific Review*, 2010, n. 4

CLARK G.L., MONK A.H.B., *The Oxford Survey of Sovereign Wealth Funds' Asset Managers*, Centre for Employment, Work and Finance, University of Oxford, luglio 2009

COLOMBINI F., "Crisi finanziaria. Origini, riflessi e prospettive", *Rivista Bancaria*, 2009, n 1-2

COMMISSIONE EUROPEA, *Proposte della Commissione al Consiglio Europeo su i fondi sovrani e sulla stabilità finanziaria*, 27/02/2008

CONSIGLIO EUROPEO, *Conclusioni della Presidenza. Consiglio Europeo di Bruxelles del 13 e 14 marzo 2008*

CORVI E., *Che Bufala quei sovrani*, Milano Finanza, 12/12/2009

DAEMS H., *The Holding Company and Corporate Control*, Martinus Nijhoff Social Sciences Division, Boston, 1978

DAMODARAN A., *Equity Risk Premium (ERP): Determinants, Estimation and Implications- The 2010 Edition*, Stern School of Business, febbraio 2010

DAS D.K., "Globalization in the World of Finance: an Analytical History", in *Global Economy Journal*, n.1, 2006

DAS U. S., LU Y., MULDER C., SY A., *Setting up a sovereign wealth fund: some policies and operational consideration*, IMF Working Paper, 2009

DAVIS E.P., *The role of institutional investors in the Evolution of Financial Structure and Behaviour*, FMG Special Papers no 89, London School of Economics,

DAVIS J., OSSOWSKI R., DANIEL J., BARNETT S., "Stabilization and Savings Funds for Nonrenewable Resources: Experience and Fiscal Policy Implications", *IMF Occasional Paper*, n 205, aprile 2001

DEBONDT W.F.M., THALER R.H., "Does the stock market overreact?", *Journal of Finance*, 1985, vol 40

DE ROMANIS A., *Debutta in sterline Temasek*, Il Sole 24 ore, 24/07/2010

DEL GUERCIO D., HAWKINS J., "The Motivation and Impact of Pension Fund Activism", *Journal of Financial Economics*, 1999, n 52

DELL'ATTI A., MIGLIETTA F., *Fondi Sovrani arabi e finanza islamica*, ed. Egea, Milano, 2009

DEUTSCHE BANK RESEARCH, *BRIC Sovereign Wealth Funds*, settembre 2010

DEWENTER K.L., HAN X., MALATESTA P.H., *Firm Value and Sovereign Wealth Fund Investments*, agosto 2009

DING W., ILKER D., GIOVANNI F., *Is there a credit crunch in East Asia?*, World Bank Working Paper, 1998

DIXON A., MONK H.B., *Rethinking the Sovereign in Sovereign Wealth Funds*, 2010

DREZNER D.W., *Fondi sovrani e potere economico nella politica mondiale*, in *Osservatorio Monetario*, 2008

DYCK A., ZINGALES L., "Private benefits of control: An international comparison", *Journal of Finance*, 2004, n 59

Entwurf eines Dreizehnten Gesetzes zur Änderung des Außenwirtschaftsgesetzes und der Außenwirtschaftsverordnung 20/08/2008

EPSTEIN R.A., ROSE A.M., *The Regulation of Sovereign Wealth Funds: The Virtues of Going Slow*, The University of Chicago Law Review, 2009

EUROPEAN COMMISSION, *A common approach to Sovereign Wealth Funds*, Communication from the Commission to the European Parliament, 2008

FARREL S.R., *The political Economy of Japanese Foreign Direct Investment in Real Estate 1985-1994*, Canberra, Australian National University, 1997

FARREL D., LUND S., *The new role of oil wealth in the world economy*, McKinsey on Finance, 2008

FERNANDES N., *Sovereign Wealth Funds: Investment Choices and Implications around the World*, IMD International, febbraio 2009

FORESTIERI G., IANNOTTA G., *L'attività di investment banking e i problemi della corporate governance* in (a cura di) FORESTIERI G., *Corporate e investment banking*, Egea, Milano, 2007

FRENCH K., POTERBA J., "Investor diversification and international equity markets", *American Economic Review*, n 81

FROOT K.A. (a cura di), *Foreign Direct Investment*, Chicago, The University Of Chicago Press, 1993

FUTURE FUND ANNUAL REPORT 2009-2010

GARCÍA P., SOTO C., *Large hoardings of International Reserves: Are they Worth it*, Banco Central De Chile Working Paper, n 299, 2004

GATTI S., MASIERO A., *I Sovereign Wealth Funds e il loro ruolo nei mercati finanziari internazionali* in (a cura di) BROGI M., COMANA M., *Saggi in onore di Tancredi Bianchi*, Bancaria Editrice, Roma, 2009

GIC ANNUAL REPORT 2008-2009

GIC ANNUAL REPORT 2009-2010

GIEVE J., "Sovereign Wealth Funds and Global Imbalances", *Bank of England Quarterly Bulletin*, 2008

GILLIAN S., STARKS L.T., "Corporate governance proposals and shareholder activism: The role of institutional investors", *Journal of Financial Economics*, 2000, n 57

- GILSON R.J., MILHAUPT C. J., *Sovereign Wealth Funds and Corporate Governance: a Minimalist Response to the New Merchantilism*, Law and Economics working paper, febbraio 2008
- GINTSCHEL A., SCHERER B., “Optimal Asset Allocation for Sovereign Wealth Funds”, *Journal of Asset Management*, 2008, vol 9
- GOLDSTEIN A., *Temasek: fondo sovrano o reincarnazione dell’IRI nello stretto di Malacca?*, in *Osservatorio Monetario*, n.3, Milano, Università Cattolica del Sacro Cuore, 2008
- GOLDSTEIN A., SUBACCHI P., *I fondi sovrani e gli investimenti internazionali- salvatori o sovvertitori?*, Rapporto ICE, 2007-2008
- GOSSELIN M.A., PARENT N., *An Empirical Analysis of Foreign Exchange Reserves in Emerging Asia*, Bank of Canada Working Paper, n 38, 2005
- GJEDREM S., *From oil and gas to financial assets- Norway’s Government Pension Fund-Global*, Speech by Governor of Norges Bank in conference “Commodities, the Economy and Money”, Calgary, Canada, 2008
- GRIFFIN M.W., “Why do pension and insurance portfolios hold so few international assets?”, *Journal of Portfolio Management*, 1997
- GROSSMAN S., HART O., “Takeover Bids, the Free Rider Problem and the Theory of the Corporation”, *Bell Journal of Economics*, n 11
- HAMMER C., KUNZEL P., PETROVA I., *Sovereign Wealth Funds: Current Institutional and Operational Practices*, IMF Working Paper, 2008
- HILDEBRAND P., *The challenge of sovereign wealth funds*, International Center for monetary and Banking studies, Ginevra, dicembre 2007
- HOGUET G.R., *The Potential Impact of Sovereign Wealth Funds on Global Asset Prices*, in (a cura di) State Street, *Sovereign Wealth Funds: Assessing the impact*, vol. 3, issue 2, 2008
- HYMER S.H., *The International Operations of National Firms: a Study of Direct Foreign Investment*, The Mit Press, Cambridge, Mass, 1976
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, “Long-Term Investors and Their Asset Allocation”, in *Global Financial Stability Report*, settembre 2011
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Sovereign Wealth Funds- A Work Agenda*, Monetary and Capital Markets and Policy Development and Review Departments, febbraio 2008
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Balance of Payment Manual V*, 1993
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Republic of Korea: 2011 Article IV Consultation-Staff Report and Public Information Notice on the Executive Board Discussion*, 2011
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *Reserve Accumulation and International Monetary Stability: Supplementary Information*, aprile 2010

- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World Economic Outlook*, aprile 2011
- INTERNATIONAL MONETARY FUND, *World Economic Outlook*, ottobre 2010
- INTERNATIONAL WORKING GROUP OF SOVEREIGN WEALTH FUNDS (IWG), *Sovereign Wealth Funds, Generally Accepted Principles and Practices: "Santiago Principles"*, 2008
- ISTITUTO DI STUDI E ANALISI ECONOMICA, *Ruolo e prospettive dei fondi sovrani*, Nota mensile, novembre-dicembre 2007
- JEN S., *How Big Could Sovereign Wealth Funds Be by 2015?*, Morgan Stanley Research Global, Londra, maggio 2007
- JEN S., *The definition of SWFs*, Morgan Stanley Global Research, 2007
- JEN S, ANDREOPOULOS S, *SWFs: Growth tempered-US\$ 10 trillion by 2015*, Morgan Stanley Research Global, Londra, novembre 2008
- JENSEN M.C., MECKLING W.H., "Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure", in *Journal of Financial Economics*, n 3, 1976
- KARPOFF J., MALATESTA P., WALKLING R., "Corporate Governance and Shareholder Initiatives: Empirical Evidence", *Journal of Financial Economics*, 1996, n 42
- KHANDANI A.E., LO A.W., *Illiquidity Premia in Asset Returns: An Empirical Analysis of Hedge Funds, Mutual Funds, and U.S. Equity Portfolios*, giugno 2009
- KEOHANE R.O., NYE J.S., *Governance in a Globalizing World*, Washington DC, Brookings Institution Press, 2001
- KERN S., *Sovereign Wealth Funds-state investments on the rise*, Deutsche Bank Research, 2007
- KERN S., *SWFs and foreign investment policies-an update*, Deutsche Bank Research, ottobre 2008
- KIMMITT R.M., "Public Footprints in Private Markets: Sovereign Wealth Funds and the World Economy", *Foreign Affairs*, n 1, 2008
- KLEIN A., ZUR E., "Enterpreneurial Shareholder activism: Hedge Funds and other private investment", *The Journal of Finance*, 2009, vol 64
- KNILL A., LEE B.S., MAUCK N, '*Sleeping with the Enemy*' or '*An Ounce of Prevention*': *Sovereign Wealth Fund Investments and Market Destabilization*, 2009
- KOREA INVESTMENT CORPORATION ACT, 2005
- KOREA INVESTMENT CORPORATION ANNUAL REPORT 2007
- KOREA INVESTMENT CORPORATION ANNUAL REPORT 2008
- KOREA INVESTMENT CORPORATION ANNUAL REPORT 2009

KOREA INVESTMENT CORPORATION ANNUAL REPORT 2010

KOREA INVESTMENT CORPORATION, *Investment Policy Statement*, 2006

KOTHA R., TALMOR E., *Watching the shop from the front seat: Determinants of venture capitalists representation on the board*, 2004

KOTTER J., LEL U., *Friends or Foes? The Stock Price Impact of Sovereign Wealth Fund Investments and the Price of Keeping Secrets*, International Finance Discussion Papers, agosto 2008

KRISHNAMURTHY A., VISSING-JORGENSEN A., "The demand for Treasury Debt", 2007, *NBER Working Paper* 12881

KUNZEL P., LU Y., PETROVA I., PIHLMAN J., *Investment Objectives of Sovereign Wealth Funds- A Shifting Paradigm*, International Monetary Fund, IMF Working Paper, gennaio 2011

LEVY H., SARNAT M., "International diversification of investment portfolio", *American Economic Review*, 1970, n 60

LOWERY C., *Remarks by Acting Under Secretary for International Affairs Clay Lowery on Sovereign Wealth Funds and the International Financial System*, San Francisco, 2007

LYONS G., *State Capitalism: The rise of Sovereign Wealth Funds*, Working paper, Standard Chartered, 2007

MARKOWITZ H., "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, 1952, n 7

MASCIANDARO D., "Fondi sovrani, istruzioni per l'uso", *Economia & Management*, 2010, n 6

MATOO A., SUBRAMANIAN A., *Currency undervaluation and sovereign wealth funds: a new role for the World Trade Organization*, Peterson Institute for International Economic Working Paper, 2008

MCCAULEY R.N., FUNG B.S.C., *La scelta degli strumenti nella gestione delle riserve valutarie in dollari*, Rassegna Trimestrale, Banca dei Regolamenti Internazionale, marzo 2003

MEHRA R., "The Equity Premium: Why Is It a Puzzle?", *Financial Analysts Journal*, 2003, vol 59, n 1

MEHRA R., PRESCOTT E.C., "The Equity Premium: A Puzzle", *Journal of Monetary Economics*, 1985, vol 15, n 2

MERCER, *Best Practice Asset Allocation and Risk Management for Sovereign Wealth Funds*, settembre 2008

MERRILL LYNCH, *The overflowing bathtub, the running tap and SWFs*, Global Economics, ottobre 2007

MEZZACAPO S., "Law & Economics dei c.d. "Fondi Sovrani" d'investimento nell'ordinamento comunitario e nazionale", *Diritto della Banca e del Mercato Finanziario*, anno XXII, 2009, n 1

MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Weathering the Storm: Sovereign Wealth Funds in the Global Economic Crisis of 2008*, SWF Annual Report 2008, aprile 2009

MONITOR GROUP, FONDAZIONE ENI ENRICO MATTEI, *Back on Course: Sovereign Wealth Fund Activity in 2009*, SWF Annual Report 2009.

MONK A.H.B., *Recasting the Sovereign Wealth Fund Debate: Trust, legitimacy, and Governance*, University of Oxford, 2009,

MONK A.H.B., *Sovereignty in the Era of Global Capitalism: The rise of Sovereign Wealth Funds and the Power of Finance*, School of Geography and the Environment, Oxford University, 2010

MOSHIRIAN F., *Sovereign Wealth Funds and Subprime Credit Problems*, 2008

MUBADALA DEVELOPMENT COMPANY, ANNUAL REPORT 2009

MUNDELL R., “A Reconsideration of the Twentieth Century”, in *American Economy Review*, n.3, 2000

OBSTFELD M., SHAMBAUGH J.C., TAYLOR A.M., “The Trilemma in history: tradeoffs among exchange rates, monetary policies, and capital mobility”, *The Review of Economics and Statistics*, n.3, 2005

OECD, *Code of Liberalisation of Capital Movements*, 1961; OECD, *Declaration on International Investment and Multinational Enterprises*, 1976

OECD, *Foreign Government-Controlled investors and recipient country investment policies: a scoping paper*, 2009

OECD, *International investment of sovereign wealth funds: are new rules needed?*, Investment Newsletter, 2007

OECD, *OECD countries stay open to commercial investments by sovereign wealth funds*”

OECD, *The implications of alternative investment vehicles for corporate governance: a synthesis of research about private equity firms and “activist hedge funds”*, OECD Steering Group on Corporate Governance, 2007

OECD, *The relevance of the OECD Guidelines for Corporate Governance of State Owned Enterprises to the governance of state owned investment vehicles*, Working Group on Privatisation and Corporate Governance of State Owned Assets, 2008

OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Guidelines for Recipient Country Investment Policies Relating to National Security*, Maggio 2009

OECD INVESTMENT COMMITTEE, *Sovereign Wealth Funds and Recipient Country Policies*, 2008

OSSERVATORIO EUROPEAN BANKING REPORT, *Fondi Sovrani: ruolo, prospettive di sviluppo e posizione dei principali paesi e organismi internazionali*, ABI, 2008

PETRAS F.J., SMITH S., MORLEY H.M., *The Nationalization of Venezuelan Oil*, ed. Praeger, New York, 1977

PIA P. (a cura di), *Hedge Funds: fondi di copertura o fondi speculativi*, Giappichelli ed., Torino, 2002

PING X., CHAO C., *The Theoretical Logic of Sovereign Wealth Funds*, 2009

PRINGLE R., CARVER N. (a cura di), *RBS Reserve Management Trends 2006*, Central Banking Publication, 2006

QUADRO CURZIO A., MICELI V., *I fondi sovrani*, ed. Il Mulino, Bologna, 2009

Rapport d'information sur les fonds souverains, révélateurs de nos propres faiblesses, Assemblée Nationale, giugno 2008

ROZANOV A., "Who holds the wealth of nations?", *Central Banking Journal*, Volume XV, n 4, 2005

ROZANOV A., *Sovereign Wealth Funds: Defining Liabilities*, Working Paper, State Street Global Advisors, 2007

SALIMBENI A.P., *Fondi sovrani: undici regole UE per garantire la trasparenza*, Il Sole 24 Ore, 25/02/2008

SCHERER B., "A note on Portfolio Choice for Sovereign Wealth Funds", *Financial Markets and Portfolio Management*, 2009, vol 23

SCHERER B., "Portfolio Choice For Oil-Based Sovereign Wealth Funds", *Journal of Alternative Investments*, Winter 2011, vol 13, issue 3, pp 24-34

SCHMUCKLER S.L., ZOIDO-LOBATON P., *Financial Globalization: Opportunities and Challenges for Developing Countries*, Washington DC, The World Bank, 2001

SENN M., *The Regulation of Hedge Funds, Private Equity and Sovereign Wealth Funds*, 2009

SHLEIFER A., VISHNY R. W., "A survey of corporate governance", *Journal of Finance*, 1997, n 52

SHLEIFER A., VISHNY R.W., "Large shareholders and corporate control", *Journal of Political Economy*, 1986, n 94

SHLEIFER A., VISHNY R., "Politicians and firms", *Quarterly Journal of Economics*, 1994, 109

SIEGEL J.J.(a cura di), *Rendimenti finanziari e strategie di investimento*, ed. Il Mulino, 2003

SIEGEL J., *Stocks for the Long Run*, Irwin, New York, 1998, seconda edizione

SINGLETON K., "Yield Curve Risk in Japanese Government Bond Markets", *International Review of Finance*, 2004, n 1

SINISCALCO D., "Governi alle porte: crisi del credito e fondi sovrani", *Mercato, Concorrenza, Regole*, n 1, 2008

SIRONI A., “La crisi finanziaria internazionale un anno dopo: quali lezioni per le banche e le autorità di vigilanza”, *Economia & Management*, 2008, n 5

SOLNIK B., “An equilibrium model for the international capital market”, *Journal of Economic Theory*, 1974 n 8

STULZ R.M., “Managerial Control of voting right”, *Journal of Financial Economics*, 1988, n 20

SUMMERS L., *Reflections on Global Account Imbalances and Emerging Markets Reserve Accumulation*, L.K. Jha Memorial Lecture, Reserve Bank of India, Mumbai, 2006

SUMMERS L., “Sovereign Funds Shake the Logic of Capitalism”, *Financial Times*, 30 luglio 2007

SUN T, HESSE H., *Sovereign Wealth Funds and Financial Stability- An Event Study Analysis*, International Monetary Fund

SUNGWOO P., EUNKYUNG S., *Bank of Korea Says It Boosted Gold Holdings in Foreign-Exchange Reserves*

SUSIC A., *La golden share ha i giorni contati. Rischio OPA a Piazza Affari*, Il Sole 24 Ore, 24/11/2011

TAYLOR A.M., “International Capital Mobility in History: The Saving-Investment Relationship”, *Journal of Development Economics*, n.1, 1998

TEMASEK ANNUAL REPORT 2010

TETREAULT M. A., *The Kuwait Petroleum Corporation and the Economics of the New World Order*, ed. Quorum Books, Westport, 1995

THE ECONOMIST, *Briefing South Korea's economy*, “What do you do when you reach the top?”, *The Economist*, 2011, novembre 12-18

THE ECONOMIST, *The Dutch Disease*, 26 novembre 1977

TRUMAN E.M., *A Blueprint for Sovereign Wealth Fund Best Practices*, Peterson Institute for International Economics, 2008

TRUMAN E.M., *A Scoreboard for Sovereign Wealth Funds*, Peterson Institute for International Economics, 2007

TRUMAN E.M., *Sovereign Wealth Funds: Is Asia Different*, Peterson Institute for International Economics, 2011

TRUMAN E., *The Case for an Indian Sovereign Wealth Fund*, Peterson Institute for International Economics, settembre 2010.

TRUMAN E., *The rise of Sovereign Wealth Funds: Impacts on Foreign Policy and Economic Interests*, Testimony before the Committee on Foreign Affairs, US House of Representatives, Washington, 2008

- TUGWELL F., *The politics of oil in Venezuela*, University Press, Stanford, 1975
- VAUGHAN D.A., *Selected Definitions of "Hedge Funds"*, Comments for the U.S. Securities and Exchange Commission Rundtable on Hedge Funds, 2003
- VITALI M.L., "Un codice di condotta per i fondi sovrani: i cd Santiago Principles", *Rivista delle Società*, n. 6, 2008
- WARNOCK F. E., WARNOCK V. C., "International Capital Flows and US Interest Rates", 2006, *NBER Working Paper* 12560
- WEISMAN S. R., "Concern about Sovereign Wealth Funds Spreads to Washington", *International Herald Tribune*, 20 agosto 2007.
- WEISS M.A., *Sovereign Wealth Funds: Background and Policy Issues for Congress*, CRS Report for Congress, Congressional Research Service, 2008
- WYPLOSZ C., *The Foreign Exchange Reserves Build-Up: Business as Usual?*, Workshop on Debt, Finance and Emerging Issues in Financial Integration, Londra, marzo 2007
- WOOLDRIDGE P. D., *Come cambia la composizione delle riserve ufficiali*, Rassegna Trimestrale, Banca dei Regolamenti Internazionali, settembre 2006
- YOUNG N.A., *Saudi Arabia: The Making of a Financial Giant*, New York University Press, New York, 1983
- ZARA C., *L'attività di private equity. La partecipazione al capitale per lo sviluppo e la consulenza finanziaria sugli assetti proprietari delle imprese familiari* in (a cura di) FORESTIERI G., *Corporate e Investment Banking*, Egea, Milano, 2003.
- ZAROWIN P., "Size, Seasonality and Stock Market Overreaction", *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 1990, vol 25
- ZIEMBA R., *So, what are Sovereign Wealth Funds Targeting?:Assessing Benchmarks*, RGE Ecomonitor, 2008
- ZINGALES L., "The value of the voting right: A study of the Milan Stock Exchange experience", *Review of Financial Studies*, 1994, n 7

Sitografia

<http://ssrn.com>

<http://www1.minfin.ru/en>

<http://www.adia.ae>

<http://www.bloomberg.com>

<http://www.bmhc.bh>

<http://www.china-inv.cn>

<http://www.frbsf.org>

<http://www.ftf.no/en>

<http://www.futurefund.gov.au>

<http://www.gic.com.sg>

<http://www.kia.gov.kw>

<http://www.kic.go.kr>

<http://www.imf.org>

<http://www.msci.com>

<http://www.mubadala.ae>

<http://www.nbim.no/en>

<http://www.qia.qa>

<http://www.oed.org>

<http://www.regjeringen.no/en>

<http://www.safe.gov.cn>

<http://www.swfinstitute.org>

<http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center>

<http://www.unicreditbanca.it>